

# bulletin

Das Magazin der Credit Suisse | [www.credit-suisse.com/bulletin](http://www.credit-suisse.com/bulletin) | Sommer 2004

## SPEZIAL

Interview

**Hans-Dietrich Genscher über  
das neue Europa**

Profil

**Chancen und Risiken in Indien,  
Russland, Mexiko und China**

Serviceteil

**So investieren Sie  
in aufstrebende Märkte**



# Anlagen

Emerging Markets im Fokus

# Jetzt im Netz



Schneller als die Post:  
[www.finanzundwirtschaft.net](http://www.finanzundwirtschaft.net)



## Warum Emerging Markets?

Emerging Markets sind Länder, welche sich in einer volkswirtschaftlichen Transformationsphase befinden. Diese Umwälzungen schaffen eine Vielzahl von Chancen und Risiken wirtschaftlicher, gesellschaftlicher und politischer Natur. Je früher Investoren solche Entwicklungen analysieren, umso grösser sind die potenziellen Renditen, die man in diesen Märkten erzielen kann. In einem Umfeld mit relativ bescheidenem Wachstum in den grossen Industrienationen werden erfolgreiche Anleger in Zukunft nicht um Emerging Markets herumkommen.

Einige Emerging Markets sind jüngst der EU beigetreten. Bedenkt man, welche wirtschaftliche Entwicklung frühere Emerging Markets, wie Irland, Spanien oder Griechenland, erlebten, dann illustriert dies das Potenzial der neuen EU-Länder.

Verschiedene Faktoren dürften diesen Ländern in den nächsten Jahren eine überdurchschnittliche Wirtschaftsdynamik verschaffen. Es liegt auf der Hand, dass Anleger hiervon profitieren können. Einige Beispiele:

- Bis zu 80 Prozent tiefere Lohnkosten und Abbau von Kapitalverkehrskontrollen

stimulieren Auslandsinvestitionen und unterstützen auf absehbare Zeit die Gewinnmargen in personalintensiven Branchen.

- Wenn die Zinsen dieser Länder weiter auf EU-Niveau sinken, wird Sparen automatisch unattraktiver und der private Konsum wird stimuliert.
- Die Aufnahme lokaler Börsen in internationale Aktienindizes wird automatisch passive Kapitalströme von Indexfonds oder institutionellen Anlegern auslösen.
- Das IFO schätzt, dass die Wachstumsraten der neuen EU-Länder in den nächsten Jahren im Durchschnitt doppelt so hoch wie in der EU liegen werden, was angesichts der tieferen historischen Wachstumsbasis durchaus realistisch ist.

Im Übrigen stellen die im Frühjahr eingesetzten Preiskorrekturen in Emerging-Market-Anlagen eine willkommene Korrektur der Überhitzung der vorangegangenen Monate dar. Sie schaffen gute Gründe, sich wieder mit Emerging Markets zu beschäftigen und diesem spannenden Thema ein Bulletin Spezial zu widmen. Viel Spass bei der Lektüre.

**Burkhard Varnholt, Head of Financial Products**



### Impressum

**Herausgeber** Credit Suisse, Postfach 2, 8070 Zürich, Telefon 01 333 11 11, Fax 01 332 55 55 **Redaktion** Daniel Huber (dhu) (Leitung), Marcus Balogh (ba), Ruth Hafen (rh), E-Mail [redaktion.bulletin@credit-suisse.com](mailto:redaktion.bulletin@credit-suisse.com), Internet [www.credit-suisse.com/emagazine](http://www.credit-suisse.com/emagazine)  
**Marketing** Veronica Zimnic, Telefon 01 333 35 31 **Korrektorat** text control, Zürich **Gestaltung** [www.arnolddesign.ch](http://www.arnolddesign.ch): Karin Bolliger, Adrian Goepel, Urs Arnold, Alice Kälin, Michael Suter, Monika Isler (Planung und Durchführung) **Insertate** Yvonne Philipp, Strasshus, 8820 Wädenswil, Telefon 01 683 15 90, Fax 01 683 15 91, E-Mail [yvonne.philipp@bluewin.ch](mailto:yvonne.philipp@bluewin.ch) **Druck** NZZ Fretz AG/Zollikofer AG  
**Nachdruck** gestattet mit dem Hinweis «Aus dem Bulletin der Credit Suisse».

Nur wer sorglos in die Zukunft blicken kann,  
geniesst mit gutem Gefühl die Gegenwart.

Stefan Zweig

BANK **H**OFMANN

Höchst Persönlich

## Bulletin Spezial Anlagen

### 6 Emerging Markets

Das Potenzial wiegt die Risiken auf

### 10 Osteuropa

Die Erweiterung ist noch nicht zu Ende

### 14 Wettbewerb

Das messerscharfe Notebook Razor Z81

### 16 Hans-Dietrich Genscher

Europa bürdet sich Verpflichtungen auf

### 18 Rumänien

Ein Volk übt sich in zaghaftem Optimismus

### 20 Bulgarien

Der Musterknabe mutiert zum Tiger

### 22 Russland, China, Indien

Drei gute Gründe, nach Osten zu blicken

### 36 Carlos Slim und Mexiko

Der Milliardär ist Patriot und wünscht sich mehr Reformen

### 40 Lateinamerika

Der Aufschwung reicht von Feuerland bis Mexiko

### 26 Produkte

#### 27 Fonds: China

Langfristiges Wachstum verspricht gute Renditen

#### 28 Fonds: Russland

Reformen ebnen den Weg zum Wachstumsschub

#### 29 Fonds: Indien

Dynamisches Umfeld macht gleich zwei Fonds interessant

#### 30 Derivative Produkte

Defensive Produkte für verheissungsvolle Regionen

#### 32 Foreign Exchange

Der ausgewogene Basket setzt auf ganz Asien

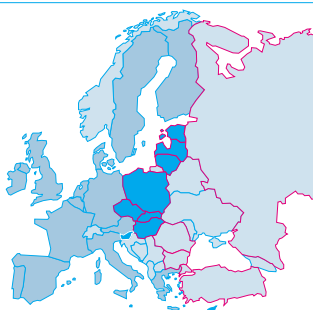
#### 33 Equity

Wer mit kühlem Kopf auswählt, hat Chancen auf Erfolg

#### 34 Fixed Income

Kreditrisiken spielen immer stärker eine Schlüsselrolle

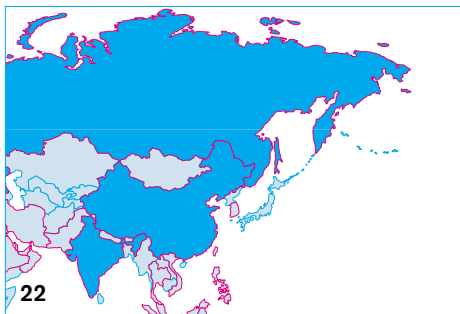
10



16



22



36



40





# Emerging Markets mit Wachstumspoten

In den Neunzigerjahren haben sich viele Anleger in den Emerging Märkten ein blaues Auge geholt. Doch die Vergangenheit dieser Märkte ist kein verlässlicher Massstab für ihre künftige Performance. **Von Cedric Spahr**



Emerging Markets ■  
Industriestaaten ■



## Das Investment-Rating-System

Ratings prognostizieren die Wahrscheinlichkeit, mit der ein Land in Zukunft seinen Zahlungsverpflichtungen pünktlich und vollständig nachkommen wird. Unten stehen die Rating-Notierungen und ihre Definitionen der unabhängigen Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's.

- Aaa/AAA** Höchste Bonität und nahezu kein Ausfallrisiko
- Aa/AA** Hohe Zahlungswahrscheinlichkeit, geringes Ausfallrisiko
- A/A** Angemessene Deckung von Zins und Tilgung; Risikoelemente vorhanden, die sich bei Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds negativ auswirken
- Baa/BBB** Angemessene Deckung von Zins und Tilgung; spekulative Elemente vorhanden oder mangelnder Schutz gegen Veränderung des wirtschaftlichen Umfelds
- Ba/BB** Mässige Deckung von Zins und Tilgung; spekulative Elemente vorhanden
- B/B** Geringe Deckung von Zins und Tilgung
- Caa/CCC** Grosses Risiko bezüglich der Zahlungswahrscheinlichkeit
- Ca/CC** Bereits zahlungsunfähig oder nahe dran; gewisse Möglichkeit, Zins und Tilgung doch noch vorzunehmen
- C/C** Typischerweise bereits zahlungsunfähig mit geringer Wahrscheinlichkeit von Zins- und Tilgungszahlung
- SD/DDD** Zahlungsunfähig respektive in Zahlungsverzug
- NR** Not Rated; nicht bewertet
- +/-/1, 2, 3** Die Zeichen +/- und die Ziffern 1, 2, 3 geben die Position innerhalb einer Gruppe an. Dabei entspricht 1 dem oberen Ende einer Gruppe (zum Beispiel Aa1), die 3 dem unteren Ende (zum Beispiel Aa3).

➤ Mit dem Begriff Emerging Markets verknüpfen viele Investoren Finanz- und Währungskrisen, instabile politische Systeme und taumelnde Aktienkurse. Tatsächlich warfen Schweizer Aktien zwischen 1990 und 2002 bei einer Volatilität von 23 Prozent eine jährliche Rendite in Franken von 13 Prozent ab. Die Aktienmärkte der Emerging Markets lieferten bei einer Volatilität von 29 Prozent eine jährliche Rendite von nur 7 Prozent. Mit Schweizer Aktien wären Anleger also besser gefahren. Wie so oft ist die Vergangenheit aber kein verlässlicher Massstab für künftige Performance. Morgan Stanleys MSCI Emerging Markets Index hat zum Beispiel seit Mai 2003 um mehr als 40 Prozent zugelegt (MSCI Emerging Markets Standard Annualized Historical Returns, Local Currency). Dabei wurde besonders in Asien spektakuläres Wachstum erzielt – je nach Börse und je nach dem zum Vergleich gewählten Datum stiegen die Indizes einzelner Emerging Markets um mehr als 100 Prozent.

#### Exzesse wurden bereinigt

Nun wäre es ein Irrtum, sein Portfolio ganz auf die Emerging Markets auszurichten. Angesichts der aktuellen Wirtschaftslage ist eine gewisse Zurückhaltung ratsam. Perioden restriktiver US-Geldpolitik, wie dies in den kommenden sechs bis neun Monaten der Fall sein dürfte, gehen typischerweise mit einer unterdurchschnittlichen Performance aufstrebender Aktienmärkte einher. Aus langfristiger Sicht sind die Renditechancen aber nach wie vor intakt. Die Finanz- und Wirtschaftskrisen haben eine tief greifende Strukturbereinigung nach sich gezogen. Die Verfilzung von Politik, Finanzsystem und Industrie ist vielerorts zurückgegangen und im Bankensystem sind die Verschuldungsexzesse bereinigt worden. Dafür sind Voraussetzungen für ein gesünderes Wachstum geschaffen worden. So hat Korea zum Beispiel das Bankensystem innerhalb von vier Jahren saniert und rekapitalisiert, während die zentral- und osteuropäischen Staaten strukturelle Reformen angegangen sind, die EU-Länder wie Deutschland oder Frankreich nach grossem Zögern jetzt erst angehen.

Sowohl die ausländischen Geldgeber als auch die Unternehmen und Regierungen in den aufstrebenden Regionen haben ihre Lektion gelernt. Die grössere makroökonomische Stabilität und die Kostenvorteile

## Der stete Zufluss an ausländischen Direktinvestitionen hat sich als erstaunlich krisenresistent erwiesen.

der aufstrebenden Länder haben ihnen seit etwa Mitte der Neunzigerjahre zudem einen steten Zufluss ausländischer Direktinvestitionen gesichert. Diese haben sich als erstaunlich krisenresistent erwiesen und machen heute den grössten Teil der Nettokapitalzuflüsse aus.

Ein gewichtiger Grund für Investitionen in die Aktienmärkte aufstrebender Länder besteht auch im starken Wirtschaftswachstum dieser Länder. Neben ausländischen Direktinvestitionen ist dafür vor allem der steigende Wohlstand der Bevölkerung verantwortlich. Die demografische Komponente macht die aufstrebenden Märkte umso attraktiver, als sich die Lage in den Industrieländern im

Allgemeinen und in Westeuropa im Besonderen rasch verschlechtert und das Wachstumspotenzial der dortigen Aktienmärkte beeinträchtigt wird. Die Bevölkerung in den aufstrebenden Regionen ist hingegen nicht nur jünger, sondern auch zunehmend gut ausgebildet. Sobald stabile politische Rahmenbedingungen vorhanden sind und eine vernünftige Wirtschaftspolitik betrieben wird, kann das vorhandene Wachstumspotenzial ausgeschöpft werden. Dies begünstigt auch den Aufstieg einer Mittelklasse, die dank wachsendem Wohlstand einen nicht unwesentlichen Wachstumsfaktor darstellen dürfte.

#### Rückfälle sind heute unwahrscheinlich

Die nächsten zehn bis fünfzehn Jahre werden durch eine beschleunigte Industrialisierung der zweiten Welt gekennzeichnet sein. Dies zieht eine steigende Nachfrage nach Rohstoffen und Energieträgern nach sich. Rohstoff exportierende Länder wie Kanada, Russland, Südafrika und Brasilien dürften dadurch Auftrieb erhalten. Dazu kommt, dass der Globalisierungstrend und die wachsende Akzeptanz marktwirtschaftlicher Ordnungsprinzipien in Ländern wie China und Indien einen Rückfall in die Turbulenzen der Neunzigerjahre verhindern sollten. Lokale Krisen sind möglich, aber flächendeckende Brände wie in den Neunzigerjahren sind heute um vieles unwahrscheinlicher. **I**

## Begriffsverwirrung um Emerging Markets

**Für den Begriff Emerging Markets gibt es keine verbindliche Definition. In der Regel zählen Länder dazu, die in diversen Finanzbereichen eine unterentwickelte Infrastruktur haben, auf der anderen Seite aber über das Potenzial zu ökonomischem Wachstum verfügen. Als Abgrenzung nach oben setzt die Weltbank ein maximales jährliches Pro-Kopf-Einkommen von 9656 US-Dollar. Neben dem Bruttonutzenprodukt sind die geografische Lage und der Verschuldungsgrad wichtige Kriterien zur Abgrenzung. Ausserdem treffen meist eine oder mehrere der folgenden Beschreibungen auf die Emerging Markets zu:**

- **Es hat eine ökonomische Liberalisierung stattgefunden. Sie kann unter anderem eine weniger ausgeprägte Rolle des Staates in ökonomischen Fragen einschliessen, eine Privatisierung gewisser bis anhin staatlicher Firmen und eine Öffnung der Finanzmärkte gegenüber ausländischen Investoren.**
- **Es ist bereits zu einer Umschuldung der Staatsschulden gekommen oder zu einer Situation, in der der Staat seinen Schuldendiensten nicht mehr nachkommen konnte.**
- **Das politische System wurde demokratisiert und die Bevölkerung wird verstärkt in politische Prozesse einbezogen.**
- **Das Land ist noch nicht Mitglied in der Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung (OECD).**





## Packend wie ein Krimi.

Wirtschaft ist Krimi, Drama und Soap. Entdecken Sie mit der BILANZ, dem führenden Schweizer Wirtschaftsmagazin, wie spannend der Blick hinter die Kulissen der Wirtschaft ist. Monat für Monat.

☐ **Ich bestelle ein Probeabonnement der BILANZ mit 4 Ausgaben für nur Fr. 30.–.** Ersparnis im Vergleich zum Einzelverkauf Fr. 18.–.

Im Preis inbegriffen sind die Hör-BILANZ und der Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

SG 001 G13 004 001

☐ **Ich bestelle ein Jahresabonnement der BILANZ mit 12 Ausgaben für Fr. 132.–.** Im Preis inbegriffen sind alle BILANZ-Specials, die Hör-BILANZ sowie der kostenlose, unlimitierte Zugriff auf das Online-Archiv der BILANZ.

FG 001 G13 004 001

Vorname, Name

Strasse, Nr.

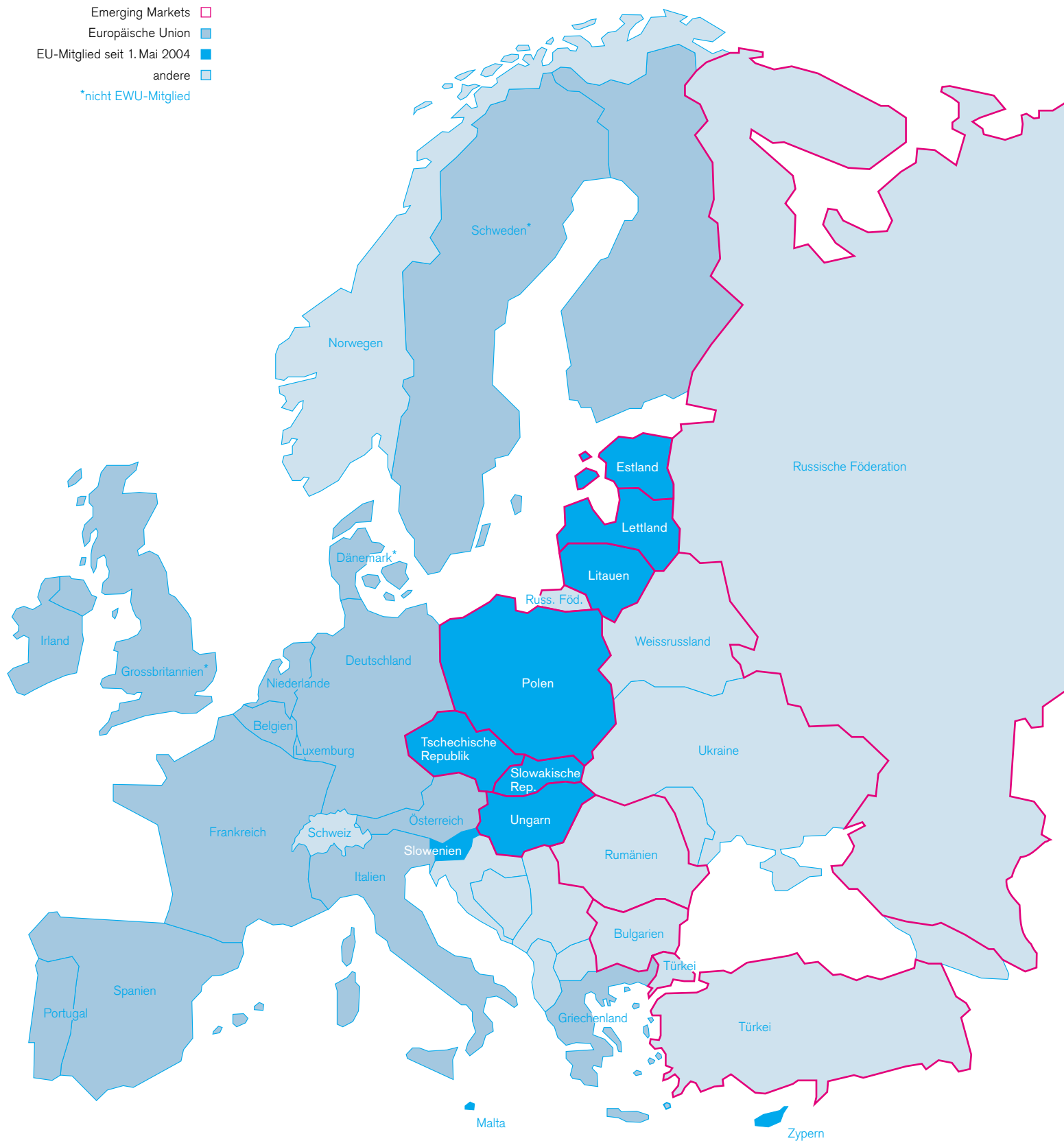
PLZ, Ort

Telefon

Angebot gültig bis 31. 12. 2004. Preis Inland (inkl. MwSt.). Auslandpreise unter [www.bilanz.ch](http://www.bilanz.ch)

Coupon einsenden oder faxen an: BILANZ, Jean Frey AG, Aboservice, Postfach, 8021 Zürich, Telefon 043 444 55 22, Fax 043 444 50 91, [aboservice@bilanz.ch](mailto:aboservice@bilanz.ch)

- Emerging Markets □
- Europäische Union ■
- EU-Mitglied seit 1. Mai 2004 ■
- andere ■
- \*nicht EWU-Mitglied



# Die Erweiterung geht weiter

Eben erst wurde er vollzogen, der bislang grösste Erweiterungsschritt der Europäischen Union. Und bereits warten die nächsten Aufgaben. Die neuen EU-Mitglieder suchen den Weg zum Euro, weitere Beitrittskandidaten stehen bereit. **Von Hans-Peter Wäfler, Economic & Policy Consulting**

➤ Am vielerorts arbeitsfreien Tag der Arbeit hat Europa gefeiert. Zehn Länder sind am 1. Mai 2004 der EU beigetreten, die meisten von ihnen Staaten aus dem ehemals kommunistischen Osten. Die Festivitäten zum offiziellen Erweiterungsakt markierten für Europa die Wiedervereinigung von Ost und West. Der 1. Mai war ein historischer Tag – und trotzdem nur ein kurzes Intermezzo in einem anhaltenden Unterfangen. Wenige Tage später betonte Deutschlands Aussenminister Joschka Fischer in seiner Zürcher Europarede: «Es wird dauern, diesen Erweiterungsprozess zu verarbeiten.»

Statt einer Verschnaufpause steht Arbeit an. Ein Schritt, der auf die Beitrittsländer zukommt, ist die Einführung der Einheitswährung Euro. Noch nehmen sie nicht an der

Europäischen Währungsunion (EWU) teil. Doch als EU-Mitglieder sind sie verpflichtet, sich für den Euro fit zu trimmen – für sie existiert keine Ausnahmeklausel wie für Grossbritannien und Dänemark, die ein dauerhaftes Abseitsstehen von der EWU erlaubt.

## Eine Frage des Tempos

Eine solche Ausnahmeklausel haben die Beitrittsländer auch nicht gefordert. Im Gegenteil: Vom Euro erhoffen sie sich eine weitere Stärkung ihrer rasch wachsenden Volkswirtschaften (Grafik Seite 11). Die Euro-Einführung werden die zehn Länder, die zusammen zur EU gestossen sind, aber nicht mehr gemeinsam vollziehen. Sie steuern unterschiedlich schnell auf die EWU zu, und sie werden individuell beurteilt. Massgeblich

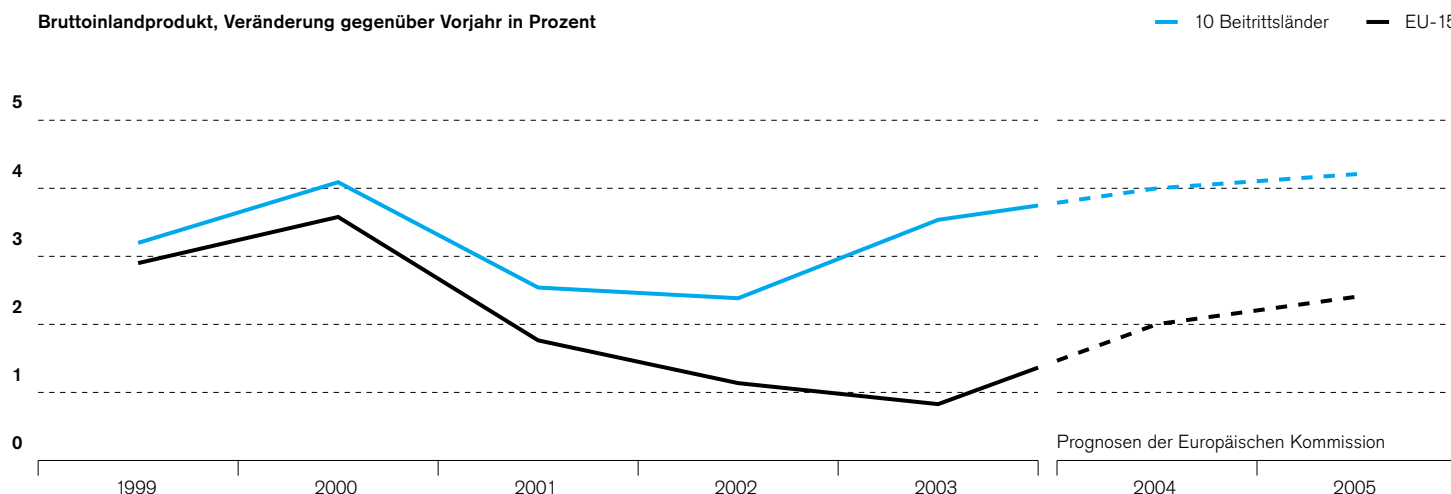
dafür sind die Maastrichter Konvergenzkriterien: solide öffentliche Finanzen, tiefe Inflation, tiefe Zinsen sowie zwei Jahre lang stabile Wechselkurse gegenüber dem Euro im Rahmen des Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II). Dessen normale Bandbreite beträgt plus/minus 15 Prozent; für die einzelnen Länder kann individuell auch ein engeres Band festgelegt werden. Das Wechselkurskriterium sorgt dafür, dass zwischen EU- und EWU-Beitritt mindestens zwei Jahre vergehen. Die EWU-Erweiterung dürfte deshalb frühestens 2007 konkrete Züge annehmen.

Nicht alle Beitrittsländer werden aber schon so bald für den Euro bereit sein, nicht alle wollen es. Bei der Annäherung an den Euro das richtige Tempo anzuschlagen, ist

## Dynamische Volkswirtschaften

**Die zehn Beitrittsländer wachsen wirtschaftlich schneller als die bisherigen EU-Mitgliedstaaten. Mittel- und Osteuropa haben sich zur wirtschaftlich dynamischsten Region Europas entwickelt.** Quelle: Europäische Kommission, Eurostat

Bruttoinlandprodukt, Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent



die Schwierigkeit, vor dem jedes einzelne der neuen EU-Mitglieder steht. Denn die Einbindung in die EWU bedeutet zwar, dass im Aussenhandel mit den EWU-Partnern die Transaktionskosten sinken. Es heisst aber auch, auf die eigenständige Geldpolitik und den währungspolitischen Spielraum zu verzichten – in einer Phase, in der sich die Beitrittsländer in einem wirtschaftlichen Aufholprozess befinden: Ein höheres Wirtschaftswachstum sorgt tendenziell für eine höhere Inflation, ein anhaltend grosser Investitionsbedarf erschwert die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen.

Zu den Ersten, die den Euro übernehmen, werden voraussichtlich kleinere Länder gehören. Litauen oder Estland etwa erfüllen die Konvergenzkriterien bereits weitgehend (Tabelle unten). Schwieriger abzusehen ist der Euro-Fahrplan der drei grössten Länder in der Gruppe der neuen EU-Mitglieder: Für Polen, die Tschechische Republik und Ungarn bleibt es vor allem eine Herausforderung, die Haushaltsdefizite abzubauen. Für sie dürfte sich ein EWU-Beitritt erst gegen Ende des Jahrzehnts realisieren lassen; die Tschechische Republik beabsichtigt, den Euro bis 2009 oder 2010 einzuführen. Vor dem Hintergrund der teilweise noch ungenügenden Konvergenz warnt die Europäische Zentralbank (EZB) selbst vor einer allzu raschen Teilnahme am WKM II, dem Vorhof zur EWU. Bereits vor einem Beitritt zum Wechselkurs-

## «Ziel ist es, von Russland bis Marokko einen Freundeskreis zu schaffen.»

Romano Prodi, EU-Kommissionspräsident

mechanismus vorgenommen werden müssen «grössere politische Anpassungen, zum Beispiel Preisliberalisierungen und glaubhafte Pläne zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte», betonte EZB-Präsident Jean-Claude Trichet. Der erste Konvergenzbericht der EZB, der die Euro-Vorbereitungen der Beitrittsländer untersucht, soll im Oktober 2004 erscheinen.

### Alte und neue EU-Aspiranten

Gegen Ende des Jahres hin gibt es aber nicht nur für Euro-Anwärter wichtige Neuigkeiten. Spannung herrscht auch in den Ländern, die zwar EU-Kandidaten sind, die aber

den Sprung in die Gemeinschaft noch nicht vollzogen haben: Bulgarien, Rumänien und die Türkei. Für sie präsentiert die Europäische Kommission im Herbst 2004 die alljährlichen Zwischenberichte für Kandidatenländer. Bulgarien und Rumänien hoffen auf ein positives Signal für einen EU-Beitritt im Jahr 2007. Auf Grund des Berichts zur Türkei will die EU entscheiden, ob mit konkreten Beitrittsverhandlungen begonnen werden soll. Diese dürften sich über mehrere Jahre hinziehen.

Noch vor der Türkei könnten deshalb andere Länder zur EU stossen. Beitrittsgesuche von Kroatien und Mazedonien sind eingegangen. Im Fall Kroatiens hat die Kommission bereits empfohlen, Verhandlungen zu eröffnen. Damit hat sie ein Zeichen gesetzt, dass auch die Zukunft des Balkans innerhalb der Gemeinschaft liegt.

Geht der Blick weiter Richtung Osten und Süden, bleibt die EU zurückhaltender. Der scheidende Kommissionspräsident Romano Prodi bemerkte am 1. Mai 2004 in seiner Rede zur Erweiterung: «Ziel ist es, von Russland bis Marokko einen Freundeskreis zu schaffen.» Dies sei in gewisser Weise «ein anderes Erweiterungskonzept – eine Erweiterung ohne die Teilnahme an unseren Institutionen». Integration, die nicht in einen EU-Beitritt münden muss: Die immer grössere EU sucht ihre Grenzen, ohne in Europa neue Trennlinien zu schaffen. **I**

## Bedingungen für die Euro-Einführung

Wie die Gründerstaaten der Europäischen Währungsunion müssen die neuen Mitglieder die Maastrichter Konvergenzkriterien erfüllen, bevor sie den Euro einführen können. Quelle: Eurostat, Credit Suisse

			Maastrichter Konvergenzkriterien				
BIP 2002 in Mrd. Euro	BIP pro Kopf in % des Ø EU-15		Haushalt Defizit/Überschuss in % des BIP	Schuldenstand in % des BIP	Inflationsrate* in %	Zinssätze** langfristig, in %	
			Referenzwert 2003	−3.0	60.0	2.7	6.34
Estland	6.9	40	2.6	5.8	1.4	4.75	
Lettland	8.9	35	−1.8	15.6	2.9	5.07	
Litauen	14.7	39	−1.7	21.9	−1.1	4.81	
Malta	4.4	69	−9.7	72.0	2.5	4.71	
Polen	202.3	41	−4.1	45.4	0.7	6.76	
Slowakische Republik	25.7	47	−3.6	42.8	8.5	5.42	
Slowenien	23.3	69	−1.8	27.1	5.7	5.27	
Tschechische Republik	78.2	62	−12.9	37.6	−0.1	4.80	
Ungarn	68.9	53	−5.9	59.0	4.7	8.24	
Zypern	10.8	77	−6.3	72.2	4.0	4.75	

\* Durchschnittliche jährliche Inflationsrate, die um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über der Inflationsrate der drei preisstabilsten EU-Länder liegen darf.

\*\* Durchschnittliche Rendite langfristiger Staatsanleihen, die nicht mehr als 2 Prozentpunkte über dem entsprechenden Satz der drei preisstabilsten EU-Ländern liegen darf.



# Kurvenreicher Weg zum Euro

Die Währungsentwicklung in den neuen EU-Mitgliedstaaten hängt von makroökonomischer und politischer Stabilität sowie einer glaubwürdigen Geldpolitik ab. Anleger sollten deshalb nicht nur den Zinsvorteil dieser Währungen im Auge behalten. **Von Marcus Hettinger, Forex Analyse & Strategie**

► In den vergangenen Jahren hat die Hoffnung auf einen baldigen EU-Beitritt zu einer Konvergenz der Zinsniveaus geführt, da mit einem späteren Beitritt zur Eurozone und der Übernahme des Euros die lokalen Zinsniveaus sich auch dem Zinsniveau der EU-12 weiter annähern dürften. So haben sich die Renditedifferenzen zwischen den Staatsanleihen in Lokalwährung zu deutschen Staatsanleihen verringert. Das im Vergleich zur Eurozone höhere Zinsniveau erhöht die Attraktivität der lokalen Obligationenmärkte, wobei für den Gesamtertrag die Währungsschwankungen nicht ausser Acht gelassen werden dürfen. Die vergangenen beiden Jahre haben gezeigt, dass die osteuropäischen Währungen beträchtlichen Schwankungen unterliegen, die den positiven Ertrag auf den Bonds zunichte machen können.

Über einen längeren Zeithorizont von fünf Jahren haben der polnische Zloty (PLN) und der ungarische Forint (HUF) zum EUR rund 15 respektive 5 Prozent an Wert verloren (Grafik). Demgegenüber haben die Tschechische (CZK) und die Slowakische (SKK) Krone zum EUR 7 respektive 5 Prozent an Wert zugelegt. Im kürzeren Zeithorizont sind die Währungen jedoch stärkeren Schwankungen unterlegen. So haben Zloty, Forint und Tschechische Krone seit Anfang 2002 zum Euro teilweise massiv an Wert verloren. Ein Grund dürfte in der Euro-Stärke in diesem Zeitraum zu suchen sein. Binnenwirtschaftliche Faktoren stellen jedoch bedeutende Einflussfaktoren für die Entwicklung der Währungen dar, welche die Anleger im Auge behalten sollten.

## Budget- und Leistungsbilanzdefizite

Die Budgetsituation hat sich in den letzten Jahren verschlechtert. Die steigenden Defizite im Staatshaushalt führen zu einem höheren Angebot an Staatsobligationen, was tendenziell zinserhöhend wirkt. Höhere Zinsen können sich zwar positiv auf die Währung auswirken. Wenn das höhere Zinsniveau

jedoch auch durch eine grössere Risikoprämie bedingt ist, kommt die Währung unter Druck. Politische Faktoren, wie die Bereitschaft der Regierung, den Staatshaushalt zu konsolidieren, sind ebenso wichtig. Eng verbunden mit dem Budgetdefizit sind auch die in den letzten Jahren zum Teil massiv gestiegenen Leistungsbilanzdefizite. Ein Leistungsbilanzdefizit resultiert daraus, dass die inländische Ersparnis der öffentlichen Hand und der privaten Haushalte zu gering ist, um die Investitionen zu finanzieren. Dieser Fehlbetrag muss durch ausländische Kapitalzuflüsse (Direktinvestitionen respektive Portfoliozuflüsse in Form von Bonds oder Aktien) finanziert werden. Insbesondere Portfoliozuflüsse reagieren rascher auf Änderungen im makroökonomischen oder politischen Umfeld und haben deshalb einen grösseren Einfluss auf die Währung. Die Höhe des Leistungsbilanzdefizits und die Struktur der Finanzierung desselben spielen deshalb eine entscheidende Rolle für die Wechselkursentwicklung.

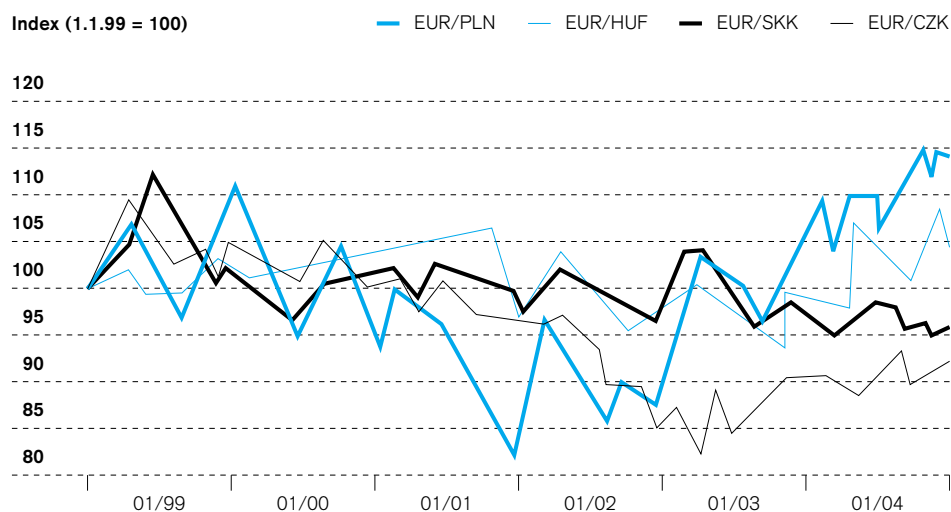
Neben der Fiskalpolitik ist die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik ein zentraler Faktor. Einige Länder verfolgen ein Inflationsziel und nehmen Schwankungen des Wechselkurses in Kauf (zum Beispiel Polen). Mit der Aufnahme im Europäischen Wechselkursmechanismus (WKM II) wird das Primat der Geldpolitik die Stabilisierung des Wechselkurses innerhalb der WKM-II-Bandbreiten sein.

## Dominante Wechselkurspolitik

Die Krisen im Europäischen Währungssystem von 1992 (Italien, Grossbritannien, Schweden) sollten jedoch daran erinnern, dass mit dem Eintritt in den WKM II binnenwirtschaftliche Ziele (Fiskal-, Beschäftigungspolitik etc.) sich der Wechselkurspolitik unterordnen müssen, um grössere Verwerfungen an den Finanzmärkten zu vermeiden. Aus Anlegersicht ist zu beachten, dass auch innerhalb der Bandbreiten des WKM II die Währungen der Beitrittsländer durchaus noch grösseren Kursausschlägen gegenüber dem Euro unterliegen können. **I**

## Hohe Schwankungen der Wechselkurse

Während der Forint und der Zloty in den letzten Jahren im Vergleich zum Euro an Wert verloren, notieren die tschechische und slowakische Krone heute stärker als 1999. Quelle: Bloomberg, Credit Suisse



# Holen Sie sich die Börse nach Hause

Direct Net ist ein wichtiger Online-Vertriebskanal der Credit Suisse. Er ermöglicht übers Internet den einfachen Zugriff auf diverse Dienstleistungen im Bank- und Börsenbereich. **Von Daniel Huber**

Moderne Computer- und Kommunikationstechnologien haben auch die Finanzwelt endgültig zum Dorf gemacht. Alles, was es für das browserbasierte (HTML-Version) Direct Net braucht, ist ein Internetzugang, sei dies über ein Festnetz-kabel und den PC zu Hause oder über eine drahtlose Hotspot-Verbindung und den Laptop am Swimmingpool des Hotels. Direct Net benötigt kein kompliziertes Herunterladen oder Installieren von Hilfsprogrammen.

Online-Kunden der Credit Suisse haben so weltweit Zugang zu ihrem persönlichen Bankschalter mit 24-Stunden-Service. Sie können über Direct Net alle relevanten Daten ihrer Konten abrufen und Zahlungen aus-

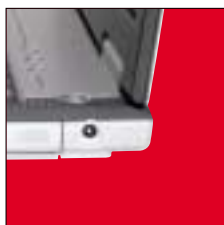
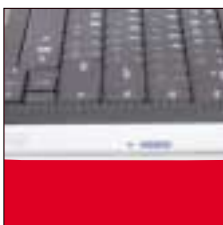
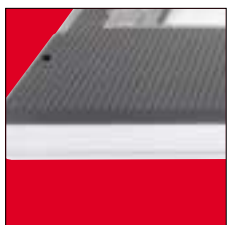
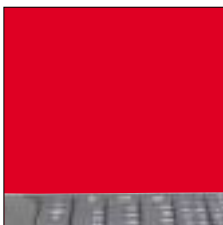
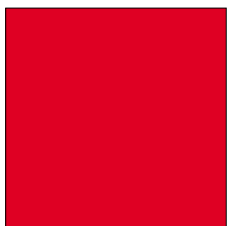
führen. Umfassenden Service gibt es auch bei der Bewirtschaftung des Depots. Direct Net zeigt den aktuellen Depotbestand mit den einzelnen darin enthaltenen Positionen. Ein simpler Klick auf einen Titel genügt, und der Kunde bekommt Detailinformationen zum jeweiligen Kursverlauf.

Mit dem Online-Service erhält man auch rund um die Uhr Zugang zu den wichtigsten Börsen der Welt. Durch das Erstellen von übersichtlichen Erfassungsmasken wird der Handel mit Wertpapieren besonders einfach. Über Direct Net können Aktien, Fonds oder Obligationen völlig selbständig vom Laptop aus gekauft und verkauft werden. Darüber hinaus bietet die persönliche Handelsplatt-

form auch ein breites Angebot an Finanz- und Börseninformationen mit wichtigen Hintergrundberichten sowie Analysten-Einschätzungen. Über verschiedene Suchmöglichkeiten können zudem gezielt Infos zu einzelnen Titeln abgerufen werden.

Direct Net ist nicht nur schnell und flexibel, sondern auch an keine Öffnungszeiten gebunden. Und bei der Ausführung von Zahlungen und Börsentransaktionen sparen die Direct-Net-Benutzer Gebühren gegenüber konventionellen Bankaufträgen.

Alle wichtigen Informationen zu den Online-Services von Direct Net (inklusive Link zu den Anmeldeformularen) erhalten Sie unter [www.credit-suisse.com/directnet](http://www.credit-suisse.com/directnet).



## Gewinnen Sie ein Notebook

Damit Sie jederzeit aktiv und online am Börsengeschehen teilhaben können, verlosen wir in Zusammenarbeit mit Littlebit Technology AG, Hünenberg, ein Notebook Razor Z81. Die im Razor Z81 verwendeten Komponenten reflektieren den neusten Stand der mobilen Computertechnik, angefangen beim Prozessor über die Grafik und die Netzwerkkarte bis zum Wireless-LAN-Modul. Dank einer Unabhängigkeit vom Stromnetz von bis zu fünf Stunden und einem Gewicht von nur 2,45 kg eignet sich das Notebook hervorragend für Reisende.

### Wettbewerbsfragen

**Frage 1** Über welche URL erhalten Sie mehr Infos zu Direct Net?

**Frage 2** Wie schwer ist das Littlebit Notebook Razor Z81?

Tragen Sie die Lösungen auf dem beiliegenden Talon in die dafür vorgesehenen Felder ein. Einsendeschluss: 30. September 2004!

### Wettbewerbspreis

#### Littlebit Notebook Razor Z81

- Intel Centrino Mobile Technology
- Intel Pentium M Prozessor
- 15" SXGA + TFT Display
- ATI Mobility Radeon 9600 Grafik
- Wireless LAN mit 54 Mbps GigaLAN
- Windows XP Professional und MS Office
- PORT Tasche



# 6-mal Return on Investment: Mit einem Stocks-Jahresabo.

Stocks ist die unverzichtbare Lektüre, wenn Sie mit gutem Gefühl Anlageentscheide treffen wollen: Stocks untersucht alle 14 Tage das Börsengeschehen, beleuchtet Hintergründe, befragt prominente Finanzexperten und liefert umfassende Analysen, Ratings und Empfehlungen.



**1 Ersparnis 10%**  
Jahresabo (26 Ausgaben)  
für nur Fr. 118.– statt Fr. 130.–  
(Einzelverkaufspreis).

**2 Als Geschenk**  
40 Web-Punkte\*  
im Wert von Fr. 40.–

**3 Zusatz-Geschenk**  
im Wert von Fr. 39.–  
für Schnellbesteller  
innert 10 Tagen



Bestellen Sie unter Telefon 01 288 93 93,  
Fax 01 288 35 77 oder per E-Mail: [abo-dienst@stocks.ch](mailto:abo-dienst@stocks.ch).

\*Web-Punkte berechtigen Sie, kostenpflichtige Inhalte  
von [www.stocks.ch](http://www.stocks.ch) herunterzuladen.

**4 Treue-Prämie**  
für Jahresabo-Erneuerung:  
Wert mindestens Fr. 30.–

**5 Verlosung Fr. 10'000.–**  
5 sunrise mobile Super-Pakete.  
Gesamtwert: Fr. 10'000.–!



**6 Gratis**  
Zustellung an Ihre  
Ferienadresse – weltweit!

Einsendeschluss für die Verlosung: 31. August 2004.  
Verlosung Mitte September 2004, persönliche  
Benachrichtigung der Gewinner/-innen.

**Stocks. Das Anleger-Magazin.**



# «Auch nach der Osterweiterung muss die EU mutig voranschreiten»

Der ehemalige deutsche Aussenminister Hans-Dietrich Genscher ist überzeugt: Die Osterweiterung ist ein historischer Meilenstein, aber kein Endpunkt. Interview: Marcus Balogh

**Marcus Balogh** Mit der EU-Erweiterung nach Mittel- und Osteuropa wächst das ehemals geteilte Europa wieder zusammen. Mit welchen Gedanken begegnen Sie dieser Wiedervereinigung?

**Hans-Dietrich Genscher** Dieser Schritt setzt einen historischen Meilenstein. Und das nicht nur, weil die EU seit dem 1. Mai 450 Millionen Einwohner zählt. Wenn es so etwas gibt wie ein europäisches Wunder, dann ist es für mich die Tatsache, das sich nach dem 2. Weltkrieg, beginnend mit den sechs Gründerstaaten, die Völker Europas zusammengefunden haben mit dem Ziel, ihr Schicksal gemeinsam in die Hand zu nehmen.

**Wird die Osterweiterung in den nächsten Jahren für die EU wirtschaftlich zur Belastung?** Die EU-Osterweiterung wird ja nicht erst seit gestern geplant und wesentliche wirtschaftliche Aspekte sind bereits vorweggenommen. Das gilt besonders für Polen, die Slowakei, Tschechien und Ungarn. Ich sehe grosse Chancen für alte und neue Mitglieder.

**Die EU hat den Binnenmarkt geschaffen, den Euro eingeführt. Geht es Ihrer Meinung nach in Zukunft darum, dass die Gemeinschaft das Erreichte konsolidiert – oder müssen neue Initiativen entwickelt werden?** Die EU darf sich nicht zufrieden geben mit dem vielen, das sie bereits erreicht hat. Im Gegenteil. Sie sollte weiter mutig voranschreiten – ich bin zuversichtlich, dass sie das auch macht.

**Welchen Aufgaben muss sich die EU stellen?** Zuallererst muss die EU sich dafür einsetzen, dass Europa seine Einheit vollendet. Einen wichtigen Schritt in diese Richtung haben wir am 1. Mai getan. Die zweite Aufgabe besteht darin, einen bedeutsamen

**«Wir dürfen es an der Grenze der EU nicht zu einem grossen politischen, ökologischen oder auch ökonomischen Graben kommen lassen.»**

Hans-Dietrich Genscher

Beitrag zur Bildung der neuen Weltordnung zu leisten.

**Was meinen Sie mit neuer Weltordnung?**

Die Welt rückt immer enger zusammen. Eine enger werdende Kooperation bedeutet aber auch, dass wir immer abhängiger voneinander werden. In dieser interdependenten Welt gibt es keine so genannten nationalen Entwicklungen mehr, die ohne Auswirkungen auf den Rest der Welt bleiben. Es kann uns deshalb nicht gleichgültig sein, ob irgendwo auf dieser Welt Sachen geschehen, die den Lauf der Dinge stören und durcheinander bringen – ökonomisch, ökologisch, politisch – schlimmer noch, militärisch. Die Frage ist: Was kann Europa zu dieser neuen Weltordnung beitragen?

**Woran denken Sie dabei?** Die Europäische Union kann mit ihrer Struktur, die auf gleichberechtigter Zusammenarbeit kleiner und grosser Staaten, auf gemeinsamen Werten und gemeinsam wahrgenommener Verantwortung beruht, eine Vorbildfunktion übernehmen. Ein weiterer wichtiger Faktor

ist das Verhalten der USA als stärkstem Land der Welt. Auch China mit seinen 1,3 Milliarden Einwohnern wird zu einem Wirtschaftsfaktor mit immer grösserem Gewicht werden. Nicht nur als Exporteur von Konsumgütern, sondern auch als Importeur von Arbeitsplätzen. Ein solches Land dürfen wir aus den Entscheidungsorganen, in denen wir über die Zukunft der Welt sprechen, nicht ausschliessen. Nehmen Sie den G8-Gipfel: Da sitzen Frankreich und England, Italien und Deutschland, Kanada und die USA, Japan und Russland. Aber wo bleibt China? Wo bleibt Indien, die mit einer Milliarde Einwohnern grösste Demokratie der Welt?

**Muss sich Europa für diese Länder stark machen?** Langfristig wird es uns nur dann gut gehen, wenn es auch unseren Nachbarn gut geht. Deshalb dürfen wir es an der Grenze der Europäischen Union nicht zu einem grossen politischen, ökologischen oder auch ökonomischen Graben kommen lassen. Wir müssen an einer Weltordnung arbeiten, mit der wir auch dann gut leben können, wenn wir nicht mehr der Nabel der Welt sind und das Gewicht anderer Weltregionen steigt. Und wir müssen darauf hinwirken, dass diese Weltordnung nicht eine konfrontative ist, sondern eine kooperative. Denn in der Zusammenarbeit liegen mehr Chancen als in der Konfrontation.

**Und wie beurteilen Sie die Rolle der Schweiz?** Als Schweizer würde ich mich fragen, ob ich Betroffener oder Mitentscheidender sein möchte. Ich habe immer gesagt, dass die EU ohne die Schweiz nicht vollkommen ist. Ob die Schweiz ohne die EU leben kann, muss sie allerdings selbst entscheiden. Da braucht sie niemanden von aussen, der Ratschläge erteilt.



# Rumänien sucht seinen guten Ruf

Rumänien steckte in den letzten Jahren immer wieder spektakuläre Tiefschläge ein. Korruption, Kinderhandel und die Reste der alten Planwirtschaft sorgten regelmässig für bittere Schlagzeilen. Nun macht sich das erste Mal seit 1989 zaghafter Optimismus breit. **Von Phelim McAleer, Wirtschaftsjournalist in Rumänien**

➤ Wer sich heute in eines der vielen internationalen Restaurants in Bukarest setzt, kann sehr wohl vertrauten Gesichtern begegnen. Etwa Hollywoodgrössen wie Andy Garcia, Liz Hurley und Dennis Hopper, die kürzlich für Dreharbeiten in der Hauptstadt Bukarest weilten. Oder Nicole Kidman und Jude Law, die beiden Hauptdarsteller des Bürgerkriegsepos «Cold Mountain», das fast vollständig hier in Rumänien gedreht wurde. Rumänien mag im Ausland mit einem negativen Image kämpfen, für Hollywoods Filmproduzenten ist das Land mit seiner

unvergleichlichen Landschaft sowie den gut ausgebildeten und trotzdem günstigen Arbeitskräften zum Filmemachen jedoch bestens geeignet.

Die Präsenz der US-Traumfabrik ist Beweis für die grösstenteils noch wenig bekannten Änderungen, die in den letzten Jahren in Rumänien stattfanden. Nach dem Niedergang des Kommunismus im Zuge der blutigen Revolution von 1989 genoss Rumänien im Ausland einen schlechten Ruf und wurde als Drehscheibe für illegale Einwanderung, für vernachlässigte Waisenkinder und für die

bittere Armut der meisten Bürger bekannt. Dieser Ruf wurde der Realität allerdings schon damals nicht gerecht. Und heute ist Rumänien kaum wiederzuerkennen.

## Angst vor Überhitzung

Die politische Stabilität und eine boomende Wirtschaft bescherten dem Land zum ersten Mal seit dem Niedergang des Kommunismus ein nachhaltiges Wachstum. In den letzten Jahren betrug es im Durchschnitt etwa fünf Prozent im Jahr, was eine der höchsten Wachstumsraten in Europa darstellt. Die auf internationaler Ebene lange Besorgnis erregende Wirtschaftspolitik wurde vom Internationalen Währungsfonds IWF denn auch erstmals gebilligt, und Rumänien zog letztes Jahr nach fünf blamablen Misserfolgen seit 1989 sein erstes IWF-Programm durch – neben dem Beitritt zur Nato ein wichtiger Schritt auf dem Weg der für 2007 angestrebten Mitgliedschaft in der Europäischen Union.

Natürlich brachte dieses Wachstum Änderungen im Leben der Rumänen mit sich. Die früher dreistellige Inflationsrate lag in den letzten Jahren noch bei 50 Prozent, soll aber dank der Kontrolle der Staatsausgaben dieses Jahr zum ersten Mal seit 1989 einstellig ausfallen. Rumänien erfreut sich derzeit eines Konsumbooms, der durch die steigenden Löhne und die Lockerung der Kreditregeln unterstützt wird. Dies führte zu einer explosionsartigen Zunahme von Restaurants, Neubauten und Renovationen sowie zu einem Verkaufsanstieg langfristiger Konsumgüter, da sich die Rumänen massenweise mit Kühlschränken, Waschmaschinen und Fernsehern eindeckten.

Als Folge davon äusserte die Zentralbank erstmals seit dem Umsturz Besorgnis über den anhaltenden Boom, warnte vor den Gefahren einer überhitzten Wirtschaft und



## «Mit Mitarbeitern und Arbeitsqualität sind wir sehr zufrieden.»

Ueli Forster, CEO der Forster Rohner AG

### Seit wann produziert die Forster Rohner AG auch in Rumänien?

Die Firma Inter-Spitzen AG, eine Beteiligungsgesellschaft der Forster Rohner AG, hat seit 1996 eine Tochtergesellschaft in Lugoj, einer Stadt mit rund 70 000 Einwohnern im Westen von Rumänien. Die Firma fertigt Stickereien und beschäftigt dort rund 550 Mitarbeitende. Generell sind wir in Rumänien sehr zufrieden, was die Qualität und den Einsatz der Mitarbeitenden anbelangt. Wir sind gegenwärtig daran, eine weitere Ausbaustufe zu vollenden.

### Wie gestaltet sich die Zusammenarbeit mit den rumänischen Behörden?

Wir hatten keine grossen Probleme. Im Gegenteil, die Behörden sind hilfreich, sie reagieren rasch, wenn auch hin und wieder bürokratisch.

### Worauf müssen ausländische Unternehmen in Rumänien achten?

Wichtig ist ein guter Kontakt zu den Behörden, die ja an der Schaffung von Arbeitsplätzen interessiert sind. Investitionen tätigt man mit Vorteil im Westen von Rumänien. Ausländische Investoren sollten auf die korrekte Abwicklung aller Geschäfte achten.

### Welche Hürde muss Rumänien als nächste überwinden?

Die traditionell hohe Inflation gelangt ja nun allmählich unter Kontrolle. Wichtig ist die Fortsetzung der Reformen in Richtung EU-Kompatibilität. In diesem Sinn ist auch die Reduktion der Aussenverschuldung von Bedeutung. Wir legen grossen Wert auf einen baldigen Eintritt in die Gemeinschaft. Schliesslich wünschen wir uns eine energischere Bekämpfung der Korruption. (ba)



hob die Zinssätze an, um die Nachfrage zu dämpfen. Dies drosselte die Ausgabenfreudigkeit jedoch kaum.

### Fortschritt in der Kinderfürsorge

In den Neunzigerjahren schockierte Rumänien die Welt mit seiner Art der Kinderfürsorge. Auch hier hat sich in der Zwischenzeit manches getan. So erhalten Kinder mit problematischem Familienhintergrund Sozialfürsorge nach westlichem Vorbild. Das schliesst die Sozialhilfe für Familien in prekären Verhältnissen mit ein, die Platzierung in der erweiterten Familie, die Pflegeunterbringung oder die inländische Adoption. Mit Unterstützung der EU suspendierte Rumänien ausserdem die internationalen Adoptionen und bereitet neue, strenge Kontrollen vor.

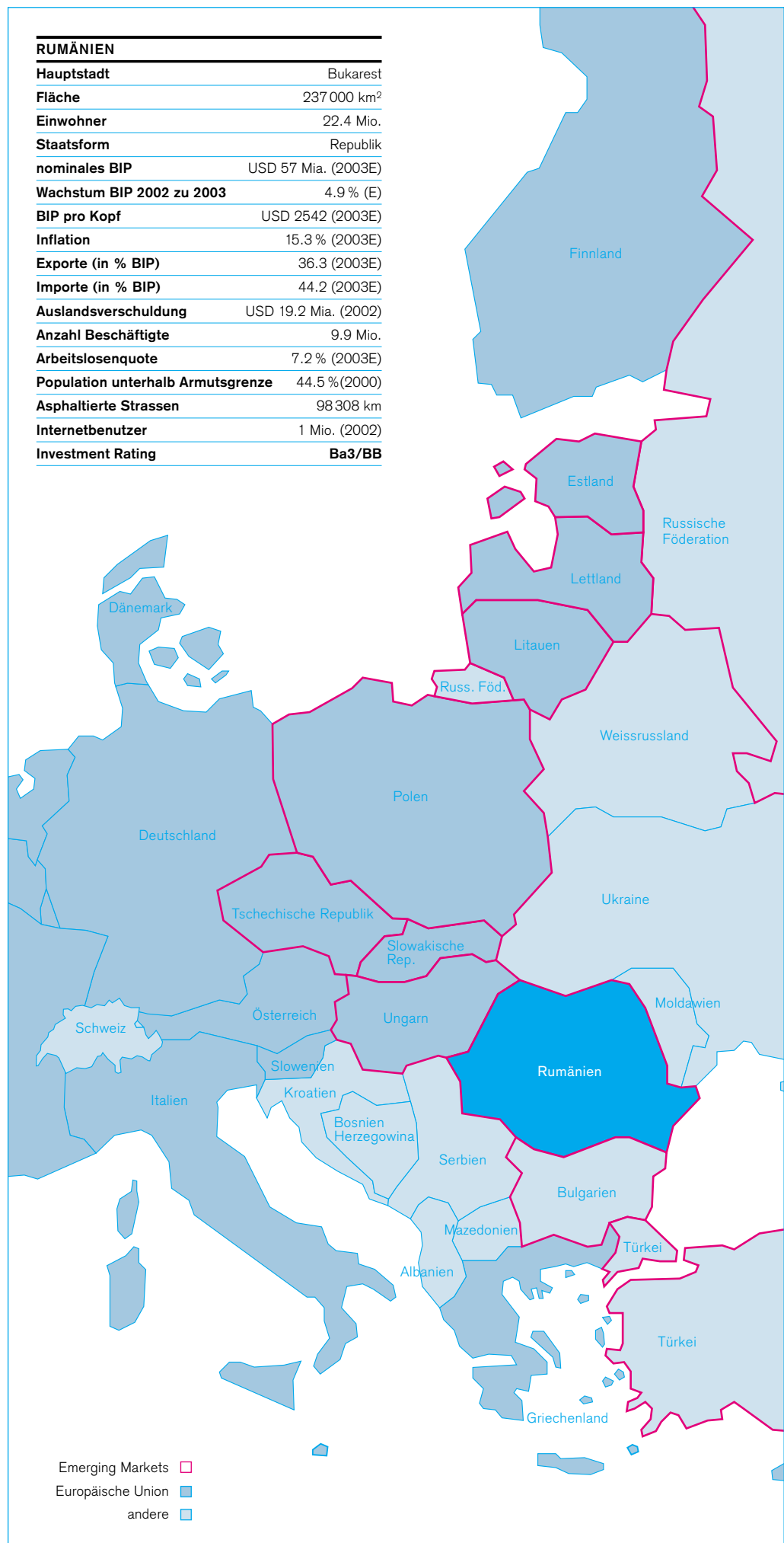
Das konsequente Vorgehen der rumänischen Regierung hat allerdings nicht überall Zustimmung gefunden. Die USA und andere westliche Länder, in denen viele potenzielle Adoptiveltern wohnen, kämpfen in der Zwischenzeit für die Wiedereinführung internationaler Adoptionen. Die meisten Rumänen sind jedoch strikt gegen internationale Adoptionen und argumentieren, Rumänien sei nicht länger ein Land, das seine Kinder exportieren müsse.

### Verzweiflung und Optimismus

Viele Rumänen, die die Veränderungen der letzten Jahre schmerzlich miterleben mussten, sind verzweifelt über den nach wie vor schlechten Ruf ihres Landes im Ausland. Natürlich sind sie sich bewusst, dass es immer noch Probleme gibt. Das Land leidet weiterhin unter der Korruption, und ausserhalb der wichtigsten Städte herrscht grosse Armut. Es existieren nach wie vor staatliche Unternehmen, die Güter produzieren, die niemand kaufen will. Auch wenn sie Arbeitsplätze in Gebieten erhalten, in denen es wenig andere Beschäftigungsmöglichkeiten gibt, belasten diese industriellen Dinosaurier die Staatskasse massiv.

All diesen Tatsachen zum Trotz flackert in Rumänien wieder Optimismus auf – eine Stimmung, an der es seit 1989 nachhaltig gemangelt hatte. Die Rumänen wollen ihre Wirtschaft auf einem guten Kurs sehen und sind weiterhin bereit, notwendige Reformen zu unterstützen. Und viele Rumänen sind überzeugt, dass sich das erste Mal seit 1989 gute Chancen dafür bieten.

RUMÄNIEN	
Hauptstadt	Bukarest
Fläche	237 000 km <sup>2</sup>
Einwohner	22.4 Mio.
Staatsform	Republik
nominales BIP	USD 57 Mia. (2003E)
Wachstum BIP 2002 zu 2003	4.9 % (E)
BIP pro Kopf	USD 2542 (2003E)
Inflation	15.3 % (2003E)
Exporte (in % BIP)	36.3 (2003E)
Importe (in % BIP)	44.2 (2003E)
Auslandsverschuldung	USD 19.2 Mia. (2002)
Anzahl Beschäftigte	9.9 Mio.
Arbeitslosenquote	7.2 % (2003E)
Population unterhalb Armuts Grenze	44.5 % (2000)
Asphaltierte Strassen	98 308 km
Internetbenutzer	1 Mio. (2002)
Investment Rating	Ba3/BB





BULGARIEN	
Hauptstadt	Sofia
Fläche	111 000 km²
Einwohner	7.7 Mio.
Staatsform	Republik
nominales BIP	USD 20.3 Mia. (2003E)
Wachstum BIP 2002 zu 2003	4.5 % (E)
BIP pro Kopf	USD 2633
Inflation	2.3 % (2003E)
Exporte (in % BIP)	52.0 (2003E)
Importe (in % BIP)	61.4 (2003E)
Auslandsverschuldung	USD 13.1 Mia. (2003E)
Anzahl Beschäftigte	3.8 Mio.
Arbeitslosenquote	13.5 % (2003E)
Population unterhalb Armutsgrenze	12.6 % (2001E)
Asphaltierte Strassen	35 049 km
Internetbenutzer	585 000 (2001)
Investment Rating	Ba2/BB+

- Emerging Markets
- Europäische Union
- andere



# Entsteht in Südosteuropa ein neuer Tigerstaat?

Bulgarien wird gerne zum «südosteuropäischen Tigerstaat» erhoben. In Aussen- und Wirtschaftspolitik ist das Land ein Musterknabe der internationalen Institutionen. Doch von den wirtschaftlichen Erfolgen profitieren nur Wenige. **Von Urs Fitze, freier Journalist**

➤ Eine Gruppe von Frauen reiht im Schatten einer Baumgruppe im Fremdenverkehrs-ort Bansko im Südwesten Bulgariens frisch gepflückte Tabakblätter auf einen Hanffaden, um sie zu trocknen. Sie sind vom ehemaligen Kolchoseleiter und jetzigen Tabakgrossbauern Ivan Kehajov engagiert worden. Er klagt beredt über die noch immer staatliche Tabakholding Bulgartabak und die überbordende Bürokratie, die sein Geschäft ruinierten. Fünf Franken Tageslohn zahlt er den Frauen, die dafür zwölf Stunden arbeiten. Die automatische Trocknungsanlage, für teures Geld im Westen eingekauft, hat er nicht in Betrieb nehmen können, weil die von einer staatlichen Kommission zugewiesenen Produktionsmengen über Nacht gekürzt wurden. Mit den zehn von insgesamt 50 Hektar Land, die er jetzt noch bebauen kann, lasse sich die Trocknungsanlage nicht rentabel betreiben. Deshalb greift er auf die Frauen zurück, die froh sind um jeden Franken, den sie dazuverdienen können. Ihre Männer sind in vielen Fällen arbeitslos, und die Familien leben weitgehend von dem, was sie selber auf ihren kleinen Äckern anbauen können. Das Einkommen aus dem Tabakanbau ist ein Zusatzverdienst, um sich das Nötigste dazuzukaufen: Mehl, Reis und andere Nahrungsmittel, die nicht angebaut werden können. Für mehr reicht es kaum. Rund 40 000 von den 80 000 Franken Jahresumsatz, die er mit dem Tabakanbau macht, bleiben in der Tasche von Kehajov. Die 50 Saisonarbeiterinnen, die für ihn arbeiten, verdienen zusammen die Hälfte.

## Ernüchterung nach 13 Jahren

Das Beispiel illustriert die Schwierigkeiten, in denen Bulgarien dreizehn Jahre nach dem

Sturz des kommunistischen Regimes steckt. Die Euphorie ist verfliegen. Keine Regierung war bislang in der Lage, die für weite Teile der Bevölkerung überaus harten Konsequenzen des wirtschaftlichen Umbaus des Landes abzufedern. Bulgarien hat seine traditionellen Wirtschaftspartner im Osten grösstenteils verloren und richtet sich nun nach Westen aus. Auch die vor drei Jahren an die Macht gekommene Nationale Bewegung des einstigen Zaren Simeon II., der als kleiner Junge 1946 von den Kommunisten davon gejagt worden war, hat die Not vor allem der Landbevölkerung nicht lindern können. Das Bruttosozialprodukt Bulgariens liegt noch immer unter dem Niveau der frühen 1980er-Jahre. Laut Angaben der Weltbank lebt ein Achtel der Bevölkerung unter der Armutsgrenze, und die Lücke zwischen Arm und Reich ist in den vergangenen Jahren immer grösser geworden. Hunderttausende sind ins Ausland emigriert. Dabei sind die ökonomischen Erfolge trotz der enormen sozialen Probleme beträchtlich. Vom «südosteuropäischen Tigerstaat» ist angesichts der seit der Jahrtausendwende hohen Wachstumsraten von jährlich vier bis fünf Prozent die Rede. Auch die Arbeitslosigkeit ist kontinuierlich gesunken. Sie liegt bei 13,5 Prozent. Doch der Boom beschränkt sich weitgehend auf die grossen Wirtschaftszentren Sofia, Varna, Plovdiv, Burgas und Sandanski, während ganze Landstriche im Norden und im Südwesten verarmen.

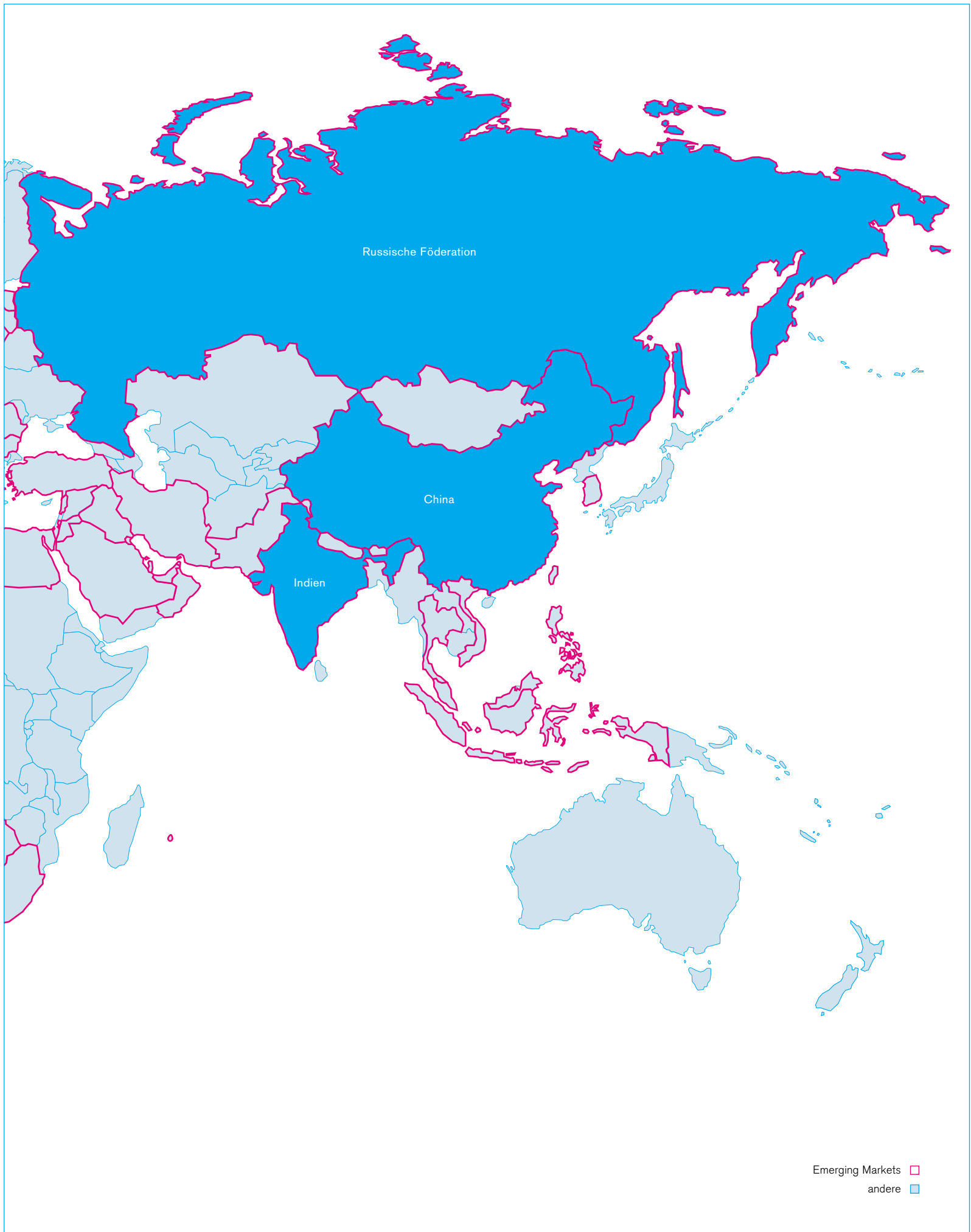
## Regierung gibt sich als Musterknabe

Die Beitrittsverhandlungen mit der Europäischen Union, die Bulgarien bescheinigt, über eine «voll funktionsfähige Marktwirtschaft» zu verfügen, sind auf gutem Weg, und nie-

mand zweifelt mehr daran, dass der Balkanstaat 2007 als neues Mitglied begrüsst wird. 25 der 30 Dossiers im «Acquis communautaire» sind geschlossen. Die Perspektive eines baldigen EU-Beitritts ist zur politischen Trumpfkarte geworden, die die bulgarische Regierung nicht aus der Hand geben will. Sie gibt sich wirtschaftspolitisch als Musterknabe und erhält dafür viel Lob von den internationalen Institutionen. Die Korruption ist zwar nicht aus dem täglichen Leben verschwunden, sie ist aber weit weniger weit verbreitet als noch vor wenigen Jahren. Im Korruptionsindex von Transparency International liegt das Land gemeinsam mit Tschechien auf dem 54. Platz und damit im vorderen Mittelfeld der 133 untersuchten Länder.

## Der Kurs Richtung EU bleibt fest

Dennoch sind die Chancen für eine Bestätigung der Regierung bei den Wahlen im kommenden Jahr minimal. Die verarmten Bevölkerungsschichten, für die Simeon II. der Hoffnungsträger war, wenden sich enttäuscht von ihm ab. In Umfragen ist die Nationale Bewegung auf das Niveau einer Kleinpartei abgesunken. Doch auch diese politischen Verwerfungen vermögen Bulgarien nicht ernsthaft vom Kurs abzubringen. Die kommende Regierung – wahrscheinlich unter sozialistischer Regie – wird die Annäherung an die Europäische Union weiter vorantreiben, während innenpolitisch das Geschehen um die besten Posten und Positionen dominieren wird: Normalisierung auf Bulgarisch. Wer sich damit arrangieren kann, hat in dem Balkanstaat, der im krisengeschüttelten Südosteuropa zum wirtschaftlichen Hoffnungsträger geworden ist, keine schlechten Karten. **I**



# Emerging Markets stehen Red und Antwort

Mit insgesamt 2,4 Milliarden Einwohnern bergen die Emerging Markets Russland, China und Indien ein gigantisches Potenzial. Sie könnten die wichtigsten Lokomotiven der Weltkonjunktur werden. Wo stehen sie heute, wo morgen?

Von Svetlana Le Gall, Fondsmanagerin Clariden Russia Equity Fund, Andrea Schulzke und Jiannan Wang, Fund Selection Credit Suisse

## Was macht Russland, China und Indien im Vergleich mit anderen Emerging Markets attraktiv?

### Russland

Nach einer schweren dreijährigen Wirtschaftskrise stand für Russland 1998 der Wunsch im Vordergrund, als gleichberechtigter Partner in den Verbund der Industrienationen aufgenommen zu werden.

Um dieses ambitionierte Ziel zu erreichen und um den allgemeinen Lebensstandard zu erhöhen, musste sich die Wirtschaftspolitik einem nachhaltigen Wachstumskurs verpflichten. Dazu war ein stabiles politisches Klima notwendig. Ausgangspunkt

dieser Politik waren einerseits die enormen Bodenschätze und andererseits ein Handelsüberschuss in den meisten Güterbereichen.

Für ausländische Investoren boten sich gewaltige Möglichkeiten, da sich so wichtige Industriezweige wie der Bankensektor, der Dienstleistungssektor und die Konsumgüterindustrie im Aufbruch befanden. Die Wirtschaftspolitik wandte sich zunehmend Klein- und Mittelbetrieben zu, um das Wirtschaftswachstum möglichst breit abzustützen. Hier kam und kommt der russischen Wirtschaft zugute. Gerade der bis dahin vernachlässigte KMU-Bereich bot grosse Investitionsmöglichkeiten. 1998 läutete somit eine grundlegende Wende ein.

### China

Seit 1978 befindet sich das Reich der Mitte auf einem einzigartigen Weg von Wirtschaftsreformen und Modernisierung. Chinas BIP pro Kopf hat sich von 352 US-Dollar im Jahr 1991 auf 1091 US-Dollar im Jahr 2003 verdreifacht. Die Bevölkerung von 1,3 Milliarden macht knapp ein Viertel der Weltbevölkerung aus. Das Ausbildungsniveau steigt kontinuierlich. Das Land hat sich nicht nur zu einer Produktionsbasis der Welt entwickelt, sondern ist auch ein wichtiger Absatzmarkt für Güter aus der ganzen Welt geworden.

### Indien

Indien hat ein stark wachsendes Konsumpotenzial, insbesondere in der neuen Mittel-

	RUSSISCHE FÖDERATION	CHINA	INDIEN
Hauptstadt	Moskau	Peking	New Delhi
Fläche	17 075 200 km <sup>2</sup>	9 596 960 km <sup>2</sup>	3 287 590 km <sup>2</sup>
Einwohner	142.8 Mio.	1.3 Mia.	1.0 Mia.
Staatsform	Präsidialrepublik	Sozialistische Volksrepublik	Bundesrepublik
nominales BIP	USD 441 Mia. (2003E)	USD 1564.9 Mia. (2003E)	USD 542.4 Mia. (2003E)
Wachstum BIP 2002 zu 2003	7.3 % (2003E)	9.1 % (2003E)	4.3 % (2003E)
BIP pro Kopf	USD 3007.0 (2003E)	USD 1091.0 (2003E)	USD 559.7 (2003E)
Inflation	13.7 % (2003E)	1.2 % (2003E)	4.5 % (2003E)
Exporte	USD 139.7 Mia. (2003E)	USD 548.0 Mia. (2003E)	USD 59.0 Mia. (2003E)
Importe	USD 95.9 Mia. (2003E)	USD 527.6 Mia. (2003E)	USD 76.9 Mia. (2003E)
Auslandsverschuldung	USD 123.5 Mia. (2003E)	USD 200.0 Mia. (2003E)	USD 100.0 Mia. (2003E)
Anzahl Beschäftigte	71.8 Mio.	744.0 Mio.	406.0 Mio.
Arbeitslosenquote	8.6 % (2003E)	10.0 % (2002)	8.8 % (2002)
Population unterhalb Armutsgrenze	25 %	10 % (2001)	25 % (2002)
Asphaltierte Strassen	358 833 km	314 204 km	1 517 077 km
Internetbenutzer	18.0 Mio. (2002)	45.8 Mio. (2002)	7.0 Mio. (2002)
Investment Rating	Baa3/BB+	A2/BBB+	Baa3/BB

schicht. Dazu kommt eine gut ausgebildete junge Generation, die die Universitäten absolviert hat und die der Staat mit grossen Investitionen fördert. Die Fachkenntnis in den Bereichen Pharmaforschung, Software-Entwicklung, Engineering, Mathematik und Finanzanalyse entspricht internationalem Niveau. Der durch den nationalen Markt gestützte Konsum und die Exporte sind die Treiber eines rasanten Wirtschaftswachstums. Wo es der Infrastruktur noch an Tauglichkeit und Qualität mangelt, befindet sie sich auf dem Weg der Besserung. Zu guter Letzt hat Indien auch deutliche Fortschritte in den Beziehungen zu China und Pakistan gemacht.

## Was hat sich in den letzten Jahren am stärksten geändert?

### Russland

Im Verlauf der letzten drei Jahre verzeichnete die russische Wirtschaft ein kontinuierliches Wachstum von jährlich 6,5 Prozent. Auch das politische und wirtschaftliche Umfeld hat sich in den letzten Jahren deutlich gefestigt. Nach einer erfolgreich durchgeführten Steuerreform hat die Steuerdisziplin deutlich zugenommen und die Einnahmen sind gestiegen. Die Lebensumstände haben sich merklich verbessert und Russland erlebt einen Konsumboom. Die Fähigkeiten des Managements haben zugenommen, während gleichzeitig die Kapitalflucht abgenommen hat und die Wirtschaft in moderne Technologien und Betriebseinrichtungen investiert.

### China

Seit der Öffnung des Landes wird China immer attraktiver für ausländische Direktinvestitionen. Mit 500 Milliarden US-Dollar ist China das Land mit den weltweit grössten ausländischen Direktinvestitionen. Chinas Privatwirtschaft macht inzwischen mehr als die Hälfte des gesamten BIP aus. Und es ist zu einer klaren Trennung zwischen Staat und Wirtschaft gekommen.

### Indien

Auf der Unternehmensebene kam es zu einem massiven Schuldenabbau und zu mehr Konzentration auf die operative Rentabil-

ität, die Eigenkapitalrendite und die freien Cash Flows. In den Sektoren Dienstleistung und Produktion wurden deutlich spürbare Qualitätsverbesserungen erreicht. Und nun wenden sich immer mehr Unternehmen den Ertragssteigerungen durch Export und Outsourcing zu. Auf Staatsebene wurde die Privatisierung von Staatsunternehmen vorangetrieben, der Privatsektor wurde weniger subventioniert, gleichzeitig ist er immer stärker für das wirtschaftliche Wachstum verantwortlich. Schliesslich arbeitet die Regierung daran, die bürokratischen Hürden für ausländische Investoren abzubauen.

## Wie gross ist das wirtschaftliche Wachstum?

### Russland

In den letzten drei Jahren belief es sich auf jeweils rund 6,5 Prozent. In dieser Höhe dürfte das Wachstum erwartungsgemäss auch dieses Jahr zu liegen kommen – die Schätzung der Regierung liegt allerdings bei konservativeren 4,5 Prozent. Im ersten Quartal 2004 waren es 8 Prozent.

### China

2001 belief es sich auf 7,5 Prozent, 2002 auf 8, letztes Jahr betrug es 9,1 Prozent. Das erste Quartal 2004 wies ein Wachstum von 9,8 Prozent auf. Die erwartete Wachstumsrate für die nächsten drei Jahre liegt bei etwa 8 Prozent pro Jahr.

### Indien

2001 wuchs die indische Wirtschaft um 4,4 Prozent, 2002 um 5,6 Prozent, 2003 waren es 4,3 Prozent. Wir erwarten dieses Jahr ein Wachstum von etwa 7,5 Prozent – in ungefähre dieser Grössenordnung dürfte es auch 2005 und 2006 liegen.

## Welche Sektoren sind für das Wachstum verantwortlich?

### Russland

Dieses Wachstum ist vor allem einheimischen Investitionen, der Bautätigkeit und dem einheimischen Konsum zu verdanken. Rohstoffe und Erdöl tragen einen grossen

Teil zum Bruttoinlandprodukt bei. Öl und Gas machen allein schon ein Drittel aus. Andere Sektoren wie Dienstleistungen, die Banken und die Konsumgüterbranche entwickeln sich aber schnell und werden in naher Zukunft immer wichtiger werden.

### China

Die ausländischen Direktinvestitionen haben Arbeitsplätze geschaffen und deutlich zur Wirtschaftsentwicklung beigetragen (42 Prozent des BIP). Dadurch wird das Einkommensniveau deutlich erhöht, was sich positiv auf den inländischen Konsum auswirkt. Die Industriezweige Automobil, Öl und Gas, Rohstoffe und Strom waren bisher am wichtigsten. Angesichts des anhaltenden Wachstums in China werden diese Industrien ihre Bedeutung in Zukunft behalten.

### Indien

Der Binnenkonsum leistet den wichtigsten Beitrag für die Wirtschaftsentwicklung Indiens und macht etwa 77 Prozent des gesamten BIP aus. Die restlichen 23 Prozent werden durch ausländische Direktinvestitionen beigesteuert. 2003 waren 5 Milliarden US-Dollar ausländische Direktinvestitionen in Indien registriert im Vergleich mit 54 Milliarden in China. Die grössten drei Sektoren im MSCI India sind Energie (23 Prozent), Finanz (17 Prozent) und IT (16 Prozent). Als Folge des letzten Wahlergebnisses könnte der Energiesektor, der stark von den Privatisierungsschritten profitiert hat, in den nächsten Jahren an Bedeutung verlieren, die politisch weniger stark beeinflussten Sektoren wie IT und Pharma an Gewicht gewinnen.

## Wie sieht es mit der Verschuldung des Landes und mit seinen Währungsreserven aus?

### Russland

Das Verhältnis zwischen Verschuldung und BIP hat sich zwischen 1999 und 2003 von 90 auf 30 Prozent reduziert. Die Russische Zentralbank fährt fort, Reserven aufzubauen, die jetzt bei 84 Milliarden US-Dollar liegen. Letztes Jahr hat die Regierung ausserdem einen Stabilisierungsfonds gegründet, in den der Überschuss aus den Ölgeschäften fliesst. Er beläuft sich auf etwa 12 Milliarden

US-Dollar. Die Regierung beabsichtigt mit diesem Fond die Schuldenverpflichtungen zu begleichen, falls die Ölpreise zusammenbrechen.

## China

Chinas Haushaltsdefizit beträgt zurzeit 40 Milliarden US-Dollar und beläuft sich somit auf 6,8 Prozent des gesamten Staatseinkommens. Die gesamte Staatsverschuldung beträgt 12,6 Prozent des BIP. Chinas Devisenreserven, bereits die zweitgrössten weltweit, betragen zurzeit 440 Milliarden US-Dollar.

## Indien

Indiens gesamte Staatsverschuldung beträgt 76 Prozent des BIP und bleibt ein Sorgenkind in der wirtschaftlichen Entwicklung. Ein grosser Anteil der Staatsverschuldung besteht zwischen den staatlichen Apparaten. Die Devisenreserven betragen zurzeit 118 Milliarden US-Dollar.

## Wie stabil sind die politische und die wirtschaftliche Situation?

### Russland

Als Wladimir Putin im Jahr 2000 zum Präsidenten gewählt wurde, strukturierte er als Erstes die Machtbasis im Kreml neu. Die Parlamentswahlen im Dezember 2003 ergaben eine absolute Mehrheit der Kreml-Parteien. Beides war notwendig, um das politische Umfeld zu festigen. Die Regierung fördert nun strukturelle Reformen – auch in gesellschaftlich heiklen Bereichen. Sie setzt sich aus bekannten Ökonomen und Politikern zusammen, die sich diesen Reformen verpflichtet fühlen. Die parlamentarische Unterstützung des Reformprozesses ist aber unabdingbar, um unabhängig von wirtschaftlich einflussreichen Kreisen oder ausserparlamentarischen politischen Gruppierungen eine zeitgerechte Umsetzung des Reformprogrammes zu gewährleisten.

### China

Chinas politische Grundlage ist nach dem reibungslosen Machtübergang von Jiang Zeming an Hu Jintao Anfang 2003 stabil geblieben. Immer noch ist die Beziehung zu Taiwan gespannt und die Ungewissheit über

die weitere Entwicklung hat nicht abgenommen. Seit Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation beschleunigt sich aber die Umsetzung der angestrebten Reform- und Liberalisierungsschritte, und der Aktienmarkt sowie die regulatorische Behörde werden immer transparenter.

### Indien

Die Wirtschaftsentwicklung ist zwar robust, die politische Entwicklung bleibt aber unklar. Es bleibt auch abzuwarten, welche politischen Konsequenzen eine allfällige Koalition der Regierungspartei mit den Kommunisten hat.

## Welche Hürden müssen als nächste überwunden werden?

### Russland

Das wirtschaftliche Wachstum ist ganz klar davon abhängig, ob die Regierung die angekündigten Reformen weiter vorantreibt. Die unrentablen Sektoren der Wirtschaft wie Elektrizität, Gas und Transport müssen restrukturiert werden. Und auf dem Weg zu mehr Stabilität ist es unumgänglich, dass die Regierung die Eigentumsrechte schützt und Rahmenbedingungen schafft, die ausländisches Kapital anziehen.

### China

Folgende vier Schritte stehen an:

- Reformen im Banken- und Finanzsystem sowie Lösungen für die faulen Kredite.
- Weitere Steigerung der operativen Effizienz der Staatsunternehmen.
- Verbesserung der Instrumente zur makroökonomischen Steuerung.
- Ausgleich zwischen den reichen und armen Regionen.

### Indien

Indien muss sich politisch weiterentwickeln und weitere Reformschritte in der Wirtschaft vollziehen. Nach wie vor sind viele indische Unternehmen auf internationaler Ebene nicht wettbewerbsfähig. Ein wichtiger Faktor ist der Kampf gegen die Armut. Das zieht automatisch weitere grosse Investitionen in die Infrastruktur nach sich. Sie stellt einen Engpass für das Wirtschaftswachstum dar.

Total Return

Core-Plus

Inflation-Protected

Energy

Clariden Fonds.  
Wer sich auskennt,  
kennt sie.

**Clariden Bank.**

a CREDIT SUISSE GROUP company

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

# Anlagen Produkte

## Inhalt: Produkteteil Emerging Markets

- |    |  |
|----|--|
| 27 | <b>Fonds: China</b><br>China schliesst sich dem Weltmarkt an       |
| 28 | <b>Fonds: Russland</b><br>Russland wartet auf den Wachstumsschub   |
| 29 | <b>Fonds: Indien</b><br>Indiens Wachstum bleibt dynamisch          |
| 30 | <b>Derivative Produkte</b><br>Verlockende Chancen in Europas Osten |
| 32 | <b>Foreign Exchange</b><br>Währung als Trittbrett für Investoren   |
| 33 | <b>Equity</b><br>Es ist Zeit für eine Verschnaufpause              |
| 34 | <b>Fixed Income</b><br>Die Vorurteile in den Senkel gestellt       |



HSBC GIF Chinese Equity Fund

# China schliesst sich dem Weltmarkt an

Je länger, desto mehr präsentiert sich China wirtschaftlich als aufstrebende Supermacht. Mit dem weltweit höchsten Wachstum bietet die chinesische Wirtschaft einzigartige Beteiligungschancen für ausländische Investoren. **Von Jiannan Wang, Fund Selection**

«Innerhalb von 20 Jahren haben die Chinesen das erreicht, wofür viele andere Länder zwei Jahrhunderte gebraucht hätten», bemerkte der Präsident der Weltbank, James Wolfensohn, anlässlich eines Interviews. Und tatsächlich wachsen zum Beispiel ausländische Direktinvestitionen seit Chinas Beitritt zur Welthandelsorganisation 2001 in atemberaubendem Tempo. Von dieser Entwicklung haben die Privatsektoren am meisten profitiert, sie weisen eine noch viel höhere Wachstumsrate als die Staatsunternehmen auf. Chinas Kapitalmarkt expandiert ebenfalls sehr rasant. Trotz staatlicher Kontrolle hat sich Chinas Aktienmarkt den Weltmärkten angeschlossen, nämlich über die so genannten B-Aktien, die für ausländische Investoren konzipiert sind, aber seit drei Jahren auch den inländischen Investoren zugänglich sind, sowie mit H-Aktien, die an der Hongkonger Börse kotiert sind. Selbst die einheimischen Aktienmärkte, nämlich die A-Aktien, sind nach und nach Ausländern beschränkt zugänglich geworden. China-Aktien weisen ein attraktives Risiko-Rendite-Profil und eine tiefe Korrelation mit anderen Märkten auf. Vor allem die H-Aktien bieten Investoren Wachstumschancen mit westlichem Offenlegungsstandard.

Die heutigen Eingriffe der chinesischen Regierung zur Abkühlung der Wirtschaft richten sich vor allem auf überhitzte und kapitalintensive Industrien wie Autobau, Aluminium, Stahl, Zement und Immobilien. Kurzfristig könnte der Aktienmarkt durch Überreaktionen stark belastet sein. Aber eine harte Landung der chinesischen Wirtschaft ist eher unwahrscheinlich. Chinas Aktienmarkt ist für weitere Kursgewinne gut positioniert.

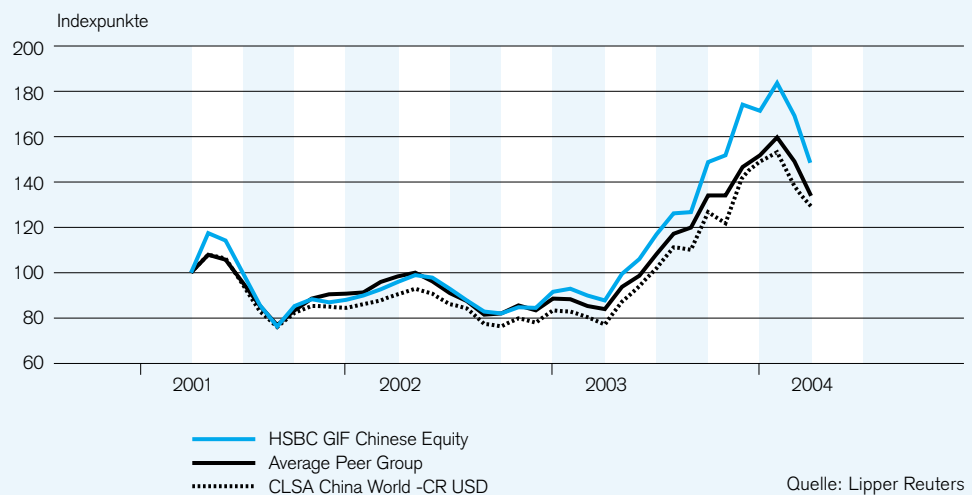
## Zeitpunkt und Sektor bestimmen Gewinn

Die HSBC Group (Hongkong and Shanghai Banking Corporation Ltd) ist seit langem in China verankert und setzt auf das langfristige

Fondsperformance über drei Jahre

## Die Wachstumschancen bleiben auch nach einer Abkühlung intakt

Die chinesische Regierung versucht einzelne Sektoren vor einer Überhitzung zu bewahren. Eine harte Landung ist aber eher unwahrscheinlich. Der Markt ist für weitere Kursgewinne gut positioniert und die Manager des HSBC GIF Chinese Equity Fund erwarten in China ein langfristiges Wachstum.



Wachstum von China. Der HSBC GIF Chinese Equity Fund investiert mehrheitlich in H-Aktien und die so genannten «Red Chips». Unternehmen mit Sitz in Hongkong, deren Aktien in hohem Umfang von Organisationen auf dem chinesischen Festland gehalten werden und deren Gewinne zum grossen Teil vom Festland stammen.

Der Fondsmanager kombiniert eine Top-Down-Analyse der globalen Anlagestrategiegruppe mit einer Bottom-Up-Analyse in Hongkong. Die lokale Bündelung der HSBC-Ressourcen, die in erfahrenen Anlageteams zum Ausdruck kommt, wird verstärkt durch die Unterstützung aus anderen Teilen der schlagkräftigen Gruppe. HSBC vertritt die Meinung, dass gewisse Sektoren und Industrien in einer bestimmten Phase eines Konjunkturzyklus besser abschneiden als andere Sektoren. Die

Titelselektion fokussiert folgende Aspekte: Marktkapitalisierung, Dynamik/Qualität des Gewinnwachstums, Qualität des Managements, Zinssensitivität, Liquidität und Volatilität der Titel. Das Management Team verfolgt ständig Änderungen des chinesischen Kapitalmarktes sowie die neuen regulatorischen Entwicklungen Chinas und deren Einflüsse auf die Börsen in China und Hongkong.

Valor	238957
Fondswährung	USD
Ø jährliche Rendite (3 J.)	14.8% (in USD)
Jährliche Volatilität (3 J.)	33%
Fondsvolumen	USD 1509 Mio.
Fondsmanager	Richard Wong

# Russland wartet auf den Wachstumsschub

Dank stabiler politischer Lage nach der Wiederwahl von Präsident Putin, verbesserter wirtschaftlicher Rahmenbedingungen und insbesondere dank wachsendem Konsum steht die so genannte Russian Growth Story gerade erst am Anfang. **Von Jiannan Wang, Fund Selection**

Die jüngsten Ereignisse haben auch an der Moskauer Börse Spuren hinterlassen. Die Korrekturen sind einerseits auf die zunehmende Volatilität der globalen Märkte und andererseits auf die Finanzlage des Ölgiganten Yukos zurückzuführen. Denn während die russische Wirtschaft mittlerweile eine viel grössere Diversifikation aufweist als noch vor ein paar Jahren, ist der Aktienmarkt immer noch stark auf die Ölindustrie ausgerichtet. Die Erdölgesellschaften machen mehr als 75 Prozent der Börsenkapitalisierung aus. Deshalb hängt die allgemeine Marktpformance kurzfristig vor allem von Faktoren ab, die sich auf die Preise des Öl- und Gassektors massgebend auswirken. Überdies verfügt der russische Aktienmarkt über eine unterdurchschnittliche Liquidität und wird somit durch die globale Börsenstimmung beeinträchtigt. Wir sind jedoch überzeugt, dass das durch Konsum und Bauinvestitionen angekurbelte hohe Wirtschaftswachstum dem Aktienmarkt wieder positive Impulse verleihen wird. Russland zählt seit Jahren zu den Schwellenländern mit der besten Marktentwicklung. Auch nach diesen ansehnlichen Avancen verfügt der russische Aktienmarkt noch über Potenzial für künftige Kursgewinne. Die meisten der noch hängigen Reformschritte, vor allem die Banken-, Landes- und Verwaltungsreformen sowie die Restrukturierungsprozesse im Energiesektor, werden sich positiv auf die Wirtschaftsstrukturen und die Börse auswirken.

## Dominanz am Weltmarkt ist unabdingbar

Der Clariden Russia Equity Fund investiert in ein fokussiertes Portefeuille, das vornehmlich auf grosse und liquide Titel in den Branchen Energie, Telekommunikation, Versorgung und Metall konzentriert ist. Der Anteil im Öl- und Gassektor beträgt zurzeit rund 55 Prozent des gesamten Portefeuilles. Nach Einschät-

Fondsperformance über drei Jahre

## Nationale und internationale Faktoren stützen den Fonds

Banken-, Landes- und Verwaltungsreform sowie Restrukturierungsprozesse im Energiesektor werden sich positiv auf Wirtschaft und Börsen auswirken. Auch Konsum und Bauinvestitionen sorgen für positive Impulse. Zudem setzt der Fonds auf Unternehmen, die auch auf dem Weltmarkt gut positioniert sind.



zung der Fondsmanagerin Svetlana Le Gall-Voronova ist die russische Ölindustrie trotz heftiger Korrekturen und kurzfristig starker Volatilität nach wie vor gut positioniert.

Die Fondsmanagerin verfolgt eine aktive Anlagestrategie basierend auf ihrer Expertise und Erfahrung im russischen Aktienmarkt. Sie kennt die wichtigsten Sektoren im Portefeuille und versucht, die jeweiligen Treiber in den Sektoren zu identifizieren. Es wird vor allem in Sektoren investiert, deren Unternehmen auf den Weltmärkten über eine dominante Position verfügen. Dazu gehören zum Beispiel Metalle und Bergbau sowie der Gassektor. Während die Fondsmanagerin sektorspezifisch eine Top-Down-Strategie verfolgt, wird bei der Titelauswahl ein Bottom-

Up-Ansatz angewendet. In Frage kommen vorzugsweise gut positionierte Unternehmen mit einem grossen Wachstumspotenzial in zukunftssträchtigen Regionen. Folgende Faktoren sind für die Fondsmanagerin die wichtigsten: Shareholder-Value-Orientierung des Managements, grosser und wachsender Absatzmarkt, wettbewerbsfähige Produkte, solide Finanzzahlen sowie attraktive Bewertung.

<b>Valor</b>	<b>603364</b>
<b>Fondswährung</b>	<b>USD</b>
<b>Ø jährliche Rendite (3 J.)</b>	<b>45.6% (in USD)</b>
<b>Jährliche Volatilität (3 J.)</b>	<b>31.9%</b>
<b>Fondsvolumen</b>	<b>USD 223 Mio.</b>
<b>Fondsmanagerin</b>	<b>Svetlana Le Gall-Voronova</b>

JF India Fund und HSBC GIF Indian Equity Fund

# Indiens Wachstum bleibt dynamisch

Die indische Wirtschaft zeigt grosse Vitalität. Und mit rund 6000 kotierten Titeln und einer 128 Jahre alten Geschichte bietet die indische Börse den Fondsmanagern eine grosse Auswahl von Anlagemöglichkeiten in weltweit konkurrenzfähige Unternehmen. **Von Jiannan Wang, Fund Selection**

Nach einer robusten Avance im Jahr 2003 steht der indische Aktienmarkt unter Druck. Gründe für die Volatilität sind vor allem die Ungewissheit hinsichtlich der Wahlresultate im Mai sowie die Flut von Aktienemissionen. Das Risiko möglicher Enttäuschungen im Zusammenhang mit den Unternehmensgewinnen dämpft die Stimmung auch. Nach der Wahl herrscht viel Skepsis darüber, ob bestehende Reformprogramme, insbesondere das Privatisierungsprogramm, die Agrarreform sowie die Reformen über Subventionen, zum Beispiel im Arbeitsmarkt, von der neuen, mit der Linken verbündeten Regierung fortgeführt werden. Man ist sich aber darüber einig, dass sich Indien neben China als die zweitdynamischste Wirtschaft in der Welt präsentiert und dass die Wachstumsdynamik intakt bleiben wird. Bemerkenswert ist die Absicht der Kongresspartei, eine BIP-Wachstumsrate von jährlich zehn Prozent zu erzielen. Immerhin gilt Indien als das asiatische Software-«Kompetenzzentrum» und ist mittlerweile einer der wichtigsten Standorte für ausgelagerte Helpdesk-Aktivitäten internationaler Unternehmen.

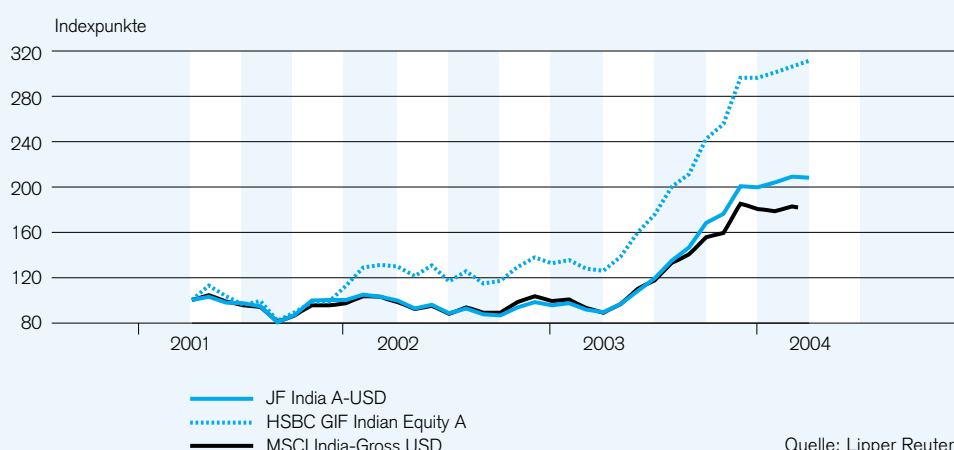
## JF India Fund

Die Fachkompetenz der hausinternen Experten von JPMF in Indien bildet die Grundlage für das Management des JF India Fund. Die Titelselektion ist nicht an die Benchmark gebunden und das Fondsportefeuille kann somit grosse Abweichungen gegenüber dem Index aufweisen. Das aktuelle Portefeuille ist zum Beispiel in den Sektoren Industrie und Rohstoff stark übergewichtet, in den Sektoren Finanz und nichtzyklische Konsumwerte untergewichtet. Angesichts der Risikofaktoren rund um den indischen Aktienmarkt besteht die Fondsstrategie darin, einerseits diese Risiken zu minimieren, gleichzeitig aber auch Anstrengungen zu unternehmen, neue

Fondsperformance über drei Jahre

## Momentane Unsicherheiten tun dem Optimismus keinen Abbruch

Der JF India Fund und der HSBC GIF Indian Equity Fund unterscheiden sich im Fokus. Während ersterer im Moment Industrie und Rohstoffe stark gewichtet, setzt der Manager des HSBC Fund auf Software, Pharma und die Automobilbranche.



Anlagechancen ausfindig zu machen. Der Marktanstieg hat die Sensibilität des Fondsmanagers gegenüber den bewertungs-basierten Problemen weiter verstärkt. Trotz der zunehmenden Risikoaversion spiegelt die Fondsstrategie insgesamt eine positive Haltung. Das Fondsvermögen bleibt voll investiert und hält keine besonders defensiven Titel im Portefeuille.

## HSBC GIF Indian Equity Fund

Der Anlageprozess des HSBC GIF Indian Equity Fund richtet sich nach dem Konjunkturzyklen-Konzept, wonach Konjunkturzyk-

len Determinanten für die Wertgenerierung darstellen. Der Fondsmanager vertritt die Meinung, Indien sei eine relativ geschlossene Volkswirtschaft, die sich aber vermehrt den globalen Marktbewegungen aussetze. Ebenfalls wichtig seien die Reformprozesse, die öfters als Katalysator für die Aktienmarktbewegungen dienten. Er setzt auf industrie-führende Unternehmen mit weltweiten Wettbewerbsvorteilen sowohl in Bezug auf tiefe Arbeitskosten als auch hinsichtlich Technologiestand. Insbesondere positioniert sich der Fonds schwergewichtig in den Branchen Software, Pharma und Automobil.

Fonds	JF India Fund	HSBC GIF Indian Equity Fund
Valor	401 213	417 871
Fondswährung	USD	USD
Ø jährliche Rendite (3 J.)	27.5% (in USD)	45.8% (in USD)
Jährliche Volatilität (3 J.)	23.6%	28.5%
Fondsvolumen	USD 513 Mio.	USD 1 489 Mio.
Fondsmanager	Rukhshad Shroff	Sanjiv Duggal

# Neue Mitglieder schwenken auf die Überholspur

Der Entscheid, der EU beizutreten, hat für die Kandidaten bisher immer beeindruckende Entwicklungen nach sich gezogen. Das dürfte auch bei den jüngsten Zugängen der Fall sein. Die zwei hier beschriebenen Produkte stellen Beispiele aus einer Vielzahl möglicher Strukturen dar, mit der man an dieser Entwicklung teilnehmen kann. **Von Lars Kalbreier, Trading Strategy, Florence Schnydrig und Daniel Shashoua, Structured Derivatives Team**

Berechnet man die Performance der Indizes der früheren EU-Beitrittskandidaten, zeigt sich eine regelmässige Outperformance der neu dazustossenden Länder von 76 Prozent innerhalb von zwei Jahren nach dem Entscheid zum EU-Beitritt. Zur Berechnung betrachteten wir die Zeitspanne zwischen der Beitrittsbestätigung durch die Länder und der offiziellen Integration in die EU. So betrug die Outperformance des spanischen IBEX-Index in beinahe zwei Jahren nach der Auf-

nahme zum Beispiel 40 Prozent gegenüber dem DAX-Index. Ähnliche Beispiele liessen sich zu Portugal, Griechenland, Schweden oder Finnland aufführen.

## Auftrieb für die Anlagetätigkeit

Im Moment gelten die osteuropäischen Neumitglieder in der Investorenwelt noch als Schwellenländer. Wahrscheinlich werden sie aber bald schon als westeuropäische Anlage- regionen angesehen und ihre Aktien werden

in die Sektorallokation der Eurozone aufgenommen – so wie es in den Neunzigerjahren bereits mit Spanien, Portugal und Griechenland geschah. Man kann bei den Neumitgliedern ausserdem davon ausgehen, dass das Bruttoinlandprodukt pro Kopf steigt, die Liquidität der Aktienindizes sich aufgrund grösserer internationaler Anlagen erhöht und dass zahlreiche lokale Gesetze und Beschränkungen für Auslandsanlagen in Zukunft aufgehoben werden.

## Zertifikat Plus: Zentral- und Osteuropa

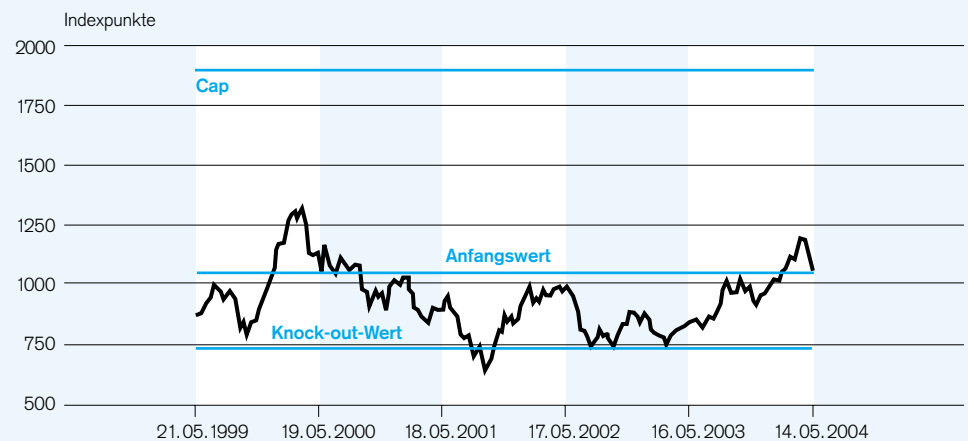
Wer in die neuen EU-Mitgliedsländer investieren möchte, ist mit relativ illiquiden Märkten konfrontiert. Eine sehr gute Alternative zu Direktanlagen in die Indizes der einzelnen Länder bietet der CECE-Index. Der CECE ist ein bereits 1999 eingeführter, kapitalisierungsgewichteter Index für Zentral- und Osteuropa. Er lautet auf Euro und umfasst sämtliche im Czech Traded Index, im Hungarian Traded Index und im Polish Traded Index enthaltenen Aktien.

Das neu lancierte Zertifikat Plus in Euro auf den CECE-Index kombiniert die volle Teilnahme an der künftigen Entwicklung dieser Märkte mit einem «bedingten» Kapitalschutz. Mit diesem fünf Jahre laufenden Zertifikat nimmt der Anleger mit indikativ 100 Prozent an der positiven Entwicklung des Index bei Verfall teil, wobei die maximale Rückzahlung auf 185 Prozent beschränkt ist. Darüber hinaus beträgt die Rückzahlung mindestens 100 Prozent, auch wenn sich der Index nicht positiv entwickelt. Allerdings ist dieser Kapitalschutz insofern nur bedingt, als er verfällt, wenn der Basisindex während der Laufzeit des Zertifikats 40 Prozent seines Anfangswerts verliert. In diesem Fall ist das Produkt

Kursentwicklung des CECE-Index seit seiner Lancierung 1999

## Bedingter Kapitalschutz für den Anleger

Die Maximizrückzahlung liegt bei 185 Prozent, der Knock-out-Level ist bei 60 Prozent festgesetzt. Auch wenn der Index den Knock-out-Level erreicht, bleibt die Teilnahme an der positiven Performance bei 100 Prozent.



Quelle: Credit Suisse

eins zu eins einer negativen Indexentwicklung ausgesetzt. Die Partizipation an der positiven Indexentwicklung bleibt jedoch bei 100 Prozent, auch wenn der Index seinen Knock-out-Wert erreicht.

Als neuartiges strukturiertes Derivat überzeugt das Zertifikat Plus mit seiner Einfach-

heit. Es ist besonders attraktiv für Anleger, die mit steigenden Aktienkursen in den neuen EU-Mitgliedsländern Polen, Tschechien und Ungarn rechnen. Die Knock-out-Bedingungen sind den guten Aussichten für das Wirtschaftswachstum und der erwarteten Performance dieser Märkte angepasst.

Deshalb gehen wir davon aus, dass die Aktien der neuen EU-Mitgliedsländer in den kommenden Jahren vom MSCI EM Osteuropa in den MSCI EMU Index verschoben werden und dass die führenden Ratingagenturen wie Moody's, S&P und Fitch die Ratings der Neumitglieder anheben werden. Denn diese Länder sanieren ihre öffentlichen Finanzen, um die Maastricht-Kriterien zu erfüllen, sie restrukturieren ihre Wirtschaft durch die Aufhebung der Anlagerestriktionen und übernehmen die liberaleren europäischen Handelsgesetze. Dank dem Rückhalt durch die EZB sind auch die Währungsrisiken geringer.

### Bessere Wachstumsaussichten

Die Volkswirtschaften der EU-Neumitglieder dürften auf Grund der oben aufgeführten Gründe rund doppelt so schnell wachsen wie diejenigen der bestehenden EU-Mitglieder. Wir verfolgen die Performance der Indizes

der jetzigen Neumitglieder bereits seit dem 1. Oktober 2002, als die Europäische Kommission offiziell die Liste der Beitrittsländer für die nächste Erweiterung veröffentlichte. Seit diesem Datum überflügelte Polen den Europe Stoxx 50 um 75 Prozent, die Tschechische Republik lag 98 Prozent über dem Europe Stoxx 50 und Ungarn 69 Prozent. Wir sind der Meinung, dass diese Länder sogar mehr als diese Durchschnittswerte zu bieten haben.

Somit dürften die osteuropäischen Länder die westeuropäischen Konkurrenten dank ihrer Vorbereitung auf die EU-Mitgliedschaft überflügeln. Deshalb empfehlen wir, auch in osteuropäische Aktien zu investieren. Leider gibt es auf Grund von Liquiditätszwängen im Moment nur gerade drei handelbare Indizes: den polnischen WIG 20 Index, den ungarischen Budapest Index und den tschechischen Prague PX 50 Index.

## Chancen für die neuen Kandidaten

**Die neuen Mitglieder in der erweiterten EU ziehen aus diversen Faktoren für Anleger entscheidende Vorteile:**

- **Tiefere Zinssätze sorgen für höhere internationale und inländische Anlagen in Aktien.**
- **Die Geschäftstätigkeit der bisherigen EU-Länder verlagert sich zu den neuen Mitgliedern, weil in Osteuropa die Lohnkosten um zwei Drittel niedriger sind.**
- **Die EU leistet Finanzhilfe an die neuen Mitglieder.**
- **Die neu beigetretenen Länder müssen die Maastricht-Kriterien erfüllen. Das erfordert zahlreiche Massnahmen zur Verbesserung der gegenwärtigen Situation.**
- **Die durchschnittlichen Unternehmenssteuern in Ungarn, Polen und der Tschechischen Republik liegen um rund 50 Prozent unter denjenigen von Deutschland.**

### CPU Multi Plus: der Grossraum China

Der CPU Multi Plus (Capital Protected Unit) auf den Greater China Indizes Basket ist eine defensive Alternative zu einer Direktanlage in den asiatischen Aktienmarkt. Er ist insbesondere für Anleger geeignet, die in den nächsten vier Jahren eine positive Entwicklung dieser asiatischen Märkte erwarten.

Der Greater-China-Index-Korb ist gleich gewichtet und setzt sich aus FTSE Xinhua China 25 Index, MSCI Taiwan Index und Hong Kong Hang Seng Index zusammen. Der CPU Multi Plus hat eine Laufzeit von vier Jahren und lautet auf US-Dollar.

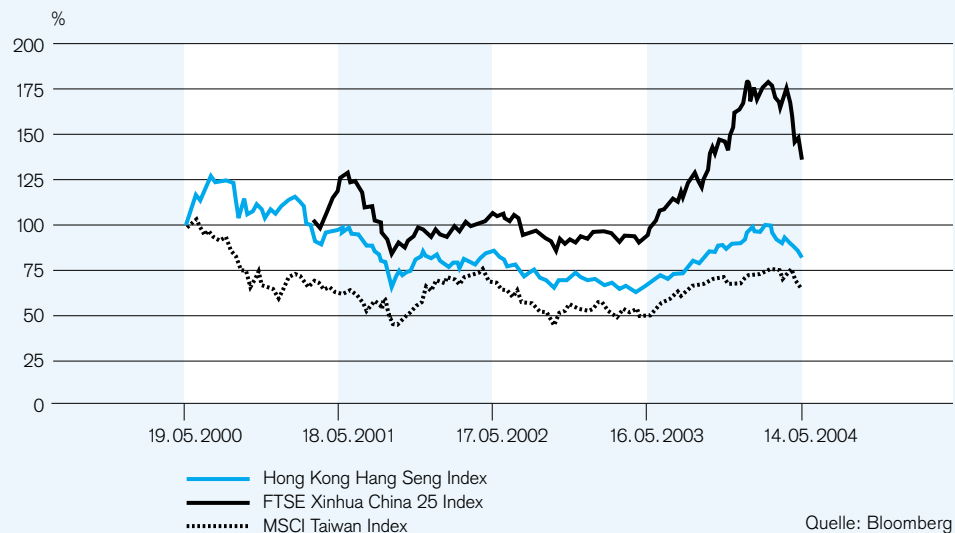
Mit diesem innovativen strukturierten Derivat ist das Kapital bei Verfall zu 106 Prozent geschützt, das heisst, der Emittent garantiert auf die gesamte Laufzeit eine Mindestrendite von sechs Prozent. Zusätzlich nimmt der Anleger wie folgt an der Performance dieses Index-Baskets teil:

Die Laufzeit von vier Jahren ist in 16 Quartale unterteilt; der Basket wird jedes Quartal neu gewichtet. Der Anleger nimmt voll an der Performance des Baskets teil, ausser für Quartale, in denen alle Indizes eine positive Performance aufweisen. Für Quartale, in denen alle drei Indizes eine positive Wert-

Kursverlauf der drei im CPU Multi Plus enthaltenen Indizes

### Garantierte Mindestrendite bei Verfall

Der Greater-China-Index-Korb setzt sich aus unten stehenden Indizes zusammen. Selbst bei der für den Anleger ungünstigsten Entwicklung der Indizes ist die Rückzahlung des Kapitals bei Verfall aber auf 106 Prozent gesichert – die Minimumrendite beläuft sich also auf 1,46 Prozent pro Jahr.



entwicklung zeigen, wird die Basket Performance mit einem Wert von sechs Prozent ersetzt – selbst dann, wenn die gesamte Performance der drei Indizes unter sechs Prozent zu liegen kommt.

Die Gesamtperformance des CPU Multi Plus wird durch Multiplikation der Quartals-

renditen unter Berücksichtigung des Zinseszinses errechnet.

Der CPU Multi Plus ist nicht frei von Risiken. Während der Laufzeit kann das Derivat deutlich unter dem Emissionspreis notieren. Per Verfall beträgt die Rückzahlung jedoch im Minimum immer 106 Prozent.



# Die Währung als Trittbrett für Investoren

Asien gilt für die nächsten Jahre als der Wachstumsmarkt schlechthin. Mit dem USD Timer Note on Asian Currency Basket können Anleger am Wachstum teilnehmen. **Von Anke Haux, FX Products & Cash Management Solutions**

Nach wie vor beeindruckt der Ferne Osten mit beachtlichem Wirtschaftswachstum. So legte im vergangenen Jahr das Bruttoinlandprodukt (BIP) trotz Sars um 7 Prozent zu. Das macht ungefähr 50 Prozent des weltweiten Wachstums aus. Angesichts der allgemein guten Konjunkturprognosen und der starken asiatischen Inlandnachfrage wird auch für 2004 ein hohes Wachstum erwartet. Als Zugpferd erweist sich dabei vor allem China, das sowohl über einen gigantischen Inlandmarkt als auch über einen wachsenden Exportmarkt verfügt. In Kombination mit starken strukturellen Fortschritten und der Entwicklung zum Wirtschaftsstandort, der auch ausländischen Investoren immer mehr Infrastruktur und Sicherheit bieten kann, halten wir die Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum heute für besser als während der letzten fünf Jahre.

## Ungleiche Ausgangslagen der Staaten

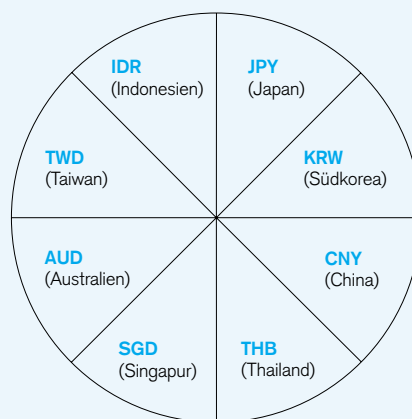
Die überdurchschnittlich wachsende Wirtschaft Chinas macht immer deutlicher, dass die fixe Anbindung des chinesischen Yuan an den US-Dollar für Chinas Wirtschaftstätigkeit auf Dauer nicht vorteilhaft ist. Im Extremfall droht sogar die Gefahr der Überhitzung. Betrachtet man die Kaufkraftparität, ist der Yuan laut Experten im Vergleich zum Dollar heute etwa 10 bis 25 Prozent unterbewertet. Im Hinblick auf ein stabiles Wachstum bei tiefer Inflation wird es immer notwendiger, dass China den Weg zu einem flexibleren Wechselkursregime findet und eine Aufwertung des Yuan zulässt.

Die umliegenden Staaten befinden sich in einer ähnlichen Ausgangslage: Thailands Wirtschaft wächst weiterhin mit tiefer Inflation, vergleichbar mit Malaysia, dessen Wirtschaftsaktivität sich stark erholt hat und gleichzeitig Inflation und Arbeitslosigkeit auf tiefem Niveau zu halten vermag. In Indone-

USD Timer Note on Asian Currency Basket

## Ausgewogene Struktur verspricht gute Renditechancen

Die verschiedenen Währungen des USD Timer Note on Asian Currency Basket sind mit je einem Achtel vertreten. Über eine Laufzeit von fünf Jahren sollen sich so die besten Renditechancen ergeben.



Quelle: Credit Suisse

sien stützt der private Konsum ein moderates Wachstum, die Inflation ist gesunken und die fiskalpolitische Konsolidierung zeigt positive Wirkung. Auch hier wird mit Bank-, Rechts-, und Justizreformen und der stabilen Geldmarktpolitik der Nationalbanken eine Lockerung des starren Wechselkursgefüges immer erstrebenswerter. Singapur, das Vorbild für die ASEAN-Länder, hat gezeigt, wie es geht: Eine hohe Standortsicherheit kombiniert mit einer straffen Geldmarktpolitik schafft ein optimales Umfeld für Investitionen aus dem Ausland und fördert auch noch nachhaltig das Inlandwachstum.

Anders präsentiert sich die Situation in Japan und Südkorea. Die beiden Staaten haben wirtschaftlich harte Jahre hinter sich – auch sie profitieren jedoch von dem durch China getragenen positiven Trend. Dies bestätigen auch die neusten Zahlen: Japans BIP wuchs im ersten Quartal 2004 um 5,6 Prozent – ein deutlicher Zuwachs im Vergleich zu 2003. Er deutet auf eine positive Entwicklung von Japans Wirtschaft hin.

## USD Timer Note bietet Kapitalschutz

Da Investitionen in asiatische Aktienmärkte nach wie vor problematisch sind und es den Indizes an Aussagekraft mangelt, bietet der USD Timer Note on Asian Currency Basket die Möglichkeit, mittels Aufwertung der asiatischen Währungen am Wachstum der gesamten Wirtschaftszone teilzunehmen. Das Produkt bietet bei einer Laufzeit von fünf Jahren einen Kapitalschutz von 103,25 Prozent. Als Investor profitiert man zu 100 Prozent von der Aufwertung der asiatischen Währungen und hat zudem die Möglichkeit, auf Anfrage den Gewinn frühzeitig zu realisieren.

Anlage	USD
Basiswert	Asiatischer Währungskorb (in USD)
Laufzeit	5 Jahre
Strike	Entspricht dem Kassakurs bei der Anfangsfixierung
Partizipation	100%
Kapitalschutz	103.25%
Stückelung	USD 1000 (Min. Anlage USD 10 000)



## Equity

# Es ist Zeit für eine Verschnaufpause

In einer Aufschwungphase haben Emerging Markets punkto Performance die Nase vorn. Ist der Zenit jedoch überschritten, übernehmen die Industrieländer wieder die Führung. **Von Cédric Spahr, Equity Strategy**

Die aufstrebenden Aktienmärkte haben seit Anfang Jahr schlechter abgeschnitten als die Märkte der Industrieländer. Der MSCI Emerging Markets verlor 3,9 Prozent in Schweizer Franken, während der SMI (+3,8 Prozent) und der S&P 500 (+4,0 Prozent) eine kleine, aber immerhin positive Rendite aufwiesen. Trotzdem steht der MSCI Emerging Markets gut da. Zwischen Anfang 2003 und Ende April 2004 hat er mit einer kumulierten Performance von 37,9 Prozent in Schweizer Franken den SMI (23 Prozent) und den S&P 500 (15,2 Prozent) deutlich hinter sich gelassen. Dieser Tatbestand illustriert zwei bekannte empirische Befunde. Emerging Markets schneiden in einer Aufschwungphase besser ab als die Industrieländer; sie schneiden aber unterdurchschnittlich ab, sobald der konjunkturelle Aufschwung den Zenit überschritten hat. Dies ist seit April eindeutig der Fall. Der US-Einkaufsmanagerindex ISM und die vorlaufenden Indikatoren für die G7-Länder zeigen dies deutlich.

Nebst diesem typischen zyklischen Muster haben gewichtige strukturelle Faktoren eine Rolle gespielt. China ist zum ersten Mal zu einem Eckpfeiler der Weltwirtschaft geworden, was viele Rohstoffpreise in die Höhe trieb. Dies wurde auch durch spekulative Investoren mit Anlagevehikeln wie Hedge Funds angeheizt. Da sich eine Straffung der US-Geldpolitik anbahnte und sich in China eine Drosselung des Wachstums abzeichnete, begannen sie im März/April, ihre Positionen aggressiv zu liquidieren.

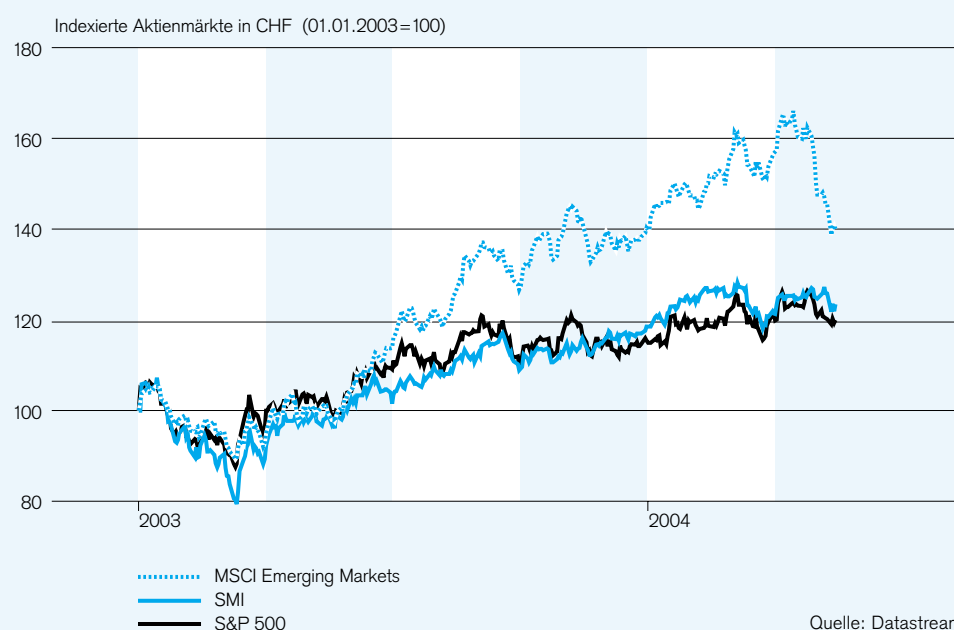
## Politische Risiken sind unausweichlich

Dass sich aufstrebende Länder nicht gerade durch ihre politische Stabilität oder Berechenbarkeit auszeichnen, ist gelinde gesagt eine Untertreibung. In Russland hat die Regierung beispielsweise den Druck auf den Yukos-

Vergleich der Aktienindizes MSCI, SMI, S&P 500

## Die Emerging Markets befinden sich in einer Korrekturphase

Es ist deutlich sichtbar, dass sich der MSCI Emerging Markets während der letzten Aufschwungphase von den Indizes der Industrienationen abgesetzt hat. Dafür bricht er seit April auch deutlich stärker ein.



Ölkonzern erhöht, was eine Korrektur am russischen Markt ausgelöst hat. Eine Abkehr von kapitalistischen Grundsätzen ist jedoch unwahrscheinlich. Die jüngsten Ereignisse müssen vielmehr vor dem Hintergrund eines andauernden Machtspiels zwischen dem Kreml und den Oligarchen, die noch in der Jelzin-Ära aufgestiegen sind, ausgelegt werden. In Korea wiederum wurde ein Amtsenthebungsverfahren gegen Präsident Roh eingestellt, nachdem seine Partei einen Erdbebenrutsch bei den Parlamentswahlen errungen hatte. Diese Art politischer Risiken sind in den aufstrebenden Ländern in der Tat unausweichlich. Aber sie dürften mittelfristig für ein gut diversifiziertes Portfolio kaum ins Gewicht fallen.

## Korrektur im Aufwärtstrend

Aufstrebende Aktienmärkte bleiben trotz glänzenden Kursgewinnen günstig bewertet, was die Rückschlagsrisiken etwas reduziert. Wir sehen nach wie vor gute Gründe (Demografie, Wachstum, stabilere Finanzsysteme), die für einen langfristigen Bullenmarkt in diesen Märkten sprechen. Wir bevorzugen im Augenblick die asiatischen Aktienmärkte und würden dort ab Jahresmitte wieder Positionen aufbauen; Lateinamerika wird durch den Rückgang der Rohstoffpreise stärker als Asien betroffen und dürfte erst 2005 wieder ein Thema werden. Was Zentraleuropa anbelangt, hat die Konvergenz mit Westeuropa grösstenteils stattgefunden; wir würden unsere Positionen reduzieren.

# Die Vorurteile in den Senkel gestellt

Anleihen in Schwellenländern sind ein kleiner, aber beliebter Sektor im Bereich festverzinsliche Anlagen. In puncto Ertrag und Volatilität platzieren sie sich zwischen traditionellen, erstklassigen festverzinslichen Anlagen und Aktien. **Von Walter Mitchell, Credit Research**

Anleihen aus den Emerging Markets machen etwa sieben Prozent des weltweiten Obligationenmarktes aus. Sie umfassen sowohl inländische als auch ausländische Obligationen von Regierungen oder Unternehmen in nicht industrialisierten Ländern oder in Entwicklungsländern. Die meisten ausländischen Anleihen werden in US-Dollar oder in Euro herausgegeben. Kleinere Nischenmärkte existieren jedoch in Britischen Pfund, Schweizer Franken oder Japanischen Yen.

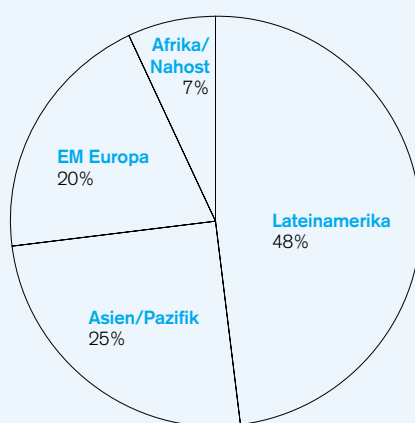
## Der Markt wächst

Der Anleihenmarkt der Schwellenländer ist in den letzten zehn Jahren stetig gewachsen. Er profitierte zum Beispiel von den anhaltend rückläufigen Zinssätzen der G7 (USA, Kanada, Grossbritannien, Frankreich, Italien, Japan und Deutschland) und der sich daraus ergebenden steigenden Nachfrage nach höher rentierenden Anlagen. Lateinamerikanische Schuldner machen etwa 50 Prozent der ausstehenden ausländischen Anleihen in Schwellenländern aus, während Asien etwa 25 Prozent und die europäischen Schwellen-

Anteile der Region im EM-Anleihenmarkt

## Ungleiche Verteilung

In der Grafik sind ausstehende ausländische Regierungs- und Privatverschuldungen (Banken und Unternehmen) zusammengefasst.



Quelle: Merrill Lynch

länder etwa 20 Prozent dazu beitragen. Traditionell wurden die meisten Obligationen der Schwellenländer unterhalb von Investment Grade bewertet – nach dem Ratingsystem von Standard & Poor's also mit weniger als BB+.

Das durchschnittliche Kreditrating von Schuldnern der Schwellenländer hat sich in den letzten Jahren jedoch verbessert, und ein Grossteil der ausstehenden Anleihen wird nun mit BBB oder höher bewertet.

## Renditen erfreuen Anleger

In den letzten zehn Jahren erzielten US-Dollar-Obligationen aus Schwellenländern jährliche Renditen von durchschnittlich elf Prozent. Solche Erträge scheinen attraktiv, allerdings ist mit ihnen natürlich auch ein grösseres Risiko verbunden. Auf Grund der grösseren Erträge und der höheren Volatilität sind Anleihen aus Schwellenländern eine Anlagekategorie, die sich zwischen traditionellen, erstklassigen festverzinslichen Anlagen und Aktien platziert. Unter Verwendung von Sharpe Ratios (siehe Box Seite 35) als Grundlage für den Vergleich entwickelten sich die Obligationen aus Schwellenländern in den letzten zehn Jahren besser als US-Aktien, jedoch leicht unter erstklassigen und hochverzinslichen Unternehmensanleihen.

## Weniger Ertrag, besseres Risikoprofil

Die Ertragsaussichten der Obligationen von Schwellenländern sind zurzeit uneinheitlich. Einerseits haben sich die Kredit-Fundamentaldaten verbessert, wodurch Risiko und Volatilität abnahmen. Andererseits sind sie nun sowohl bezüglich absoluter Rendite als auch bezüglich der Renditedifferenz (Spread) teurer geworden. Tieferer Renditen bedeuten weniger Ertrag in der Zukunft, was akzeptabel ist, solange sich das Risikoprofil der meisten Schuldner der Schwellenländer weiterhin verbessert. Anleger, die tiefer bewertete oder sogar unter Investment Grade bewertete Obligationen kaufen möchten, sollten ihrem bestehenden Portfolio in festverzinslichen Anlagen auch einige Anleihen von Schwellenländern beimischen. Historisch verzeichnen

## Die Welt von A bis C

**Unabhängige Bewertungsagenturen sind für die Finanzindustrie von grosser Bedeutung. Die wohl bekanntesten Ratingagenturen sind Standard & Poor's und Moody's. Standard & Poor's ging 1941 aus der Fusion der Firmen Standard Statistics und Poor's Publishing Company hervor, Moody's wurde im Jahr 1900 gegründet. Beide Firmen bieten heute eine Vielzahl von Dienstleistungen für Finanzunternehmen an – unter anderem eben auch Ratings. Den Sprung von den USA nach Europa haben Ratings erst in der jüngeren Vergangenheit geschafft. Mit den Ratingmethoden lassen sich ein Land wie ein Unternehmen oder Wertpapiere wie Obligationen zukunftsorientiert und umfassend hinsichtlich der Erfolgs- und Risikofaktoren bewerten. Diese Faktoren werden komplex beurteilt und zu einem einzigen Wert zusammengeführt. Der Wert bringt die wirtschaftliche Fähigkeit, die rechtliche Bindung und die Willigkeit eines Schuldners zum Ausdruck, seinen Zahlungsverpflichtungen stets vollständig und rechtzeitig nachzukommen. Ratings, die besser oder gleich Bbb (Moody's), respektive BBB- (Standard & Poor's) sind, werden als Investment Grade bezeichnet, Ratings unterhalb Bbb/BBB- als Non-Investment Grade oder Speculative Grade. (Weitere Definitionen der Ratingkategorien befinden sich auf Seite 8.)**

EM-Obligationen eine tiefe Korrelation zu Investment-Grade-Obligationen (zwischen 20 und 40 Prozent). Obligationen aus Schwellenländern sollten deshalb die Portfolioerträge steigern, ohne dass ein allzu starkes zusätzliches Risiko entsteht.

#### Kreditrisiken spielen Schlüsselrolle

Als sich in den letzten Jahren die Obligationenrenditen verringerten und die Margen schrumpften, entwickelten sich die Anlagen mit der längsten Laufzeit und dem grössten Risiko am besten. Unserer Meinung nach ist diese Phase zu Ende. Im momentanen Marktumfeld, in dem steigende US-Zinssätze

#### Sharpe Ratio

**Die Sharpe Ratio vergleicht Rendite und Risiko miteinander. Je höher die Rendite und je niedriger das Risiko, desto höher wird die Sharpe Ratio liegen. Wer das Risiko nicht scheut, sollte die Anlagestrategien allein an der Rendite messen, der risikoaverse Anleger sollte sich lieber an der Sharpe Ratio orientieren.**

erwartet werden, sollten die Anleger das Laufzeitenrisiko durch die Ausrichtung auf Obligationen mit kürzeren Laufzeiten und Verfall zwischen 2006 und 2008 beschränken. Dazu werden die Kreditrisiken in einem

Umfeld steigender Renditen wieder eine Schlüsselrolle für die Performance von Obligationen spielen, da höhere Erträge durch die mögliche Verkleinerung des Spread und nicht durch rückläufige risikofreie Zinssätze generiert werden dürften. Deshalb empfehlen wir die Konzentration auf Schuldner aus Schwellenländern mit stabilem oder verbessertem Risikoprofil wie Brasilien (B2/B+), Mexiko (Baa2/BBB-) und Russland (Baa3/BB+). Obligationen von riskanteren Ländern mit unsicherem oder sich verschlechterndem Kreditprofil wie Ecuador (Caa1/CCC+) und Venezuela (Caa1/B-) sollten dagegen gemieden werden.

ANZEIGE

Jetzt bei Ihrem Kundenberater kostenlos erhältlich:

# investment ideas 2/2004

Das Magazin für Anlagefonds und mehr.

Investment Ideas bietet viermal jährlich spannende Einblicke in die faszinierende Welt der Anlagefonds und anderer Finanzprodukte. Auf 36 Seiten finden Sie in jeder Ausgabe Hintergrundberichte zu aktuellen Anlagethemen, einen Marktausblick, konkrete Anlageempfehlungen und Tipps und Tricks zum Fund Lab.

Fragen Sie Ihren Kundenberater nach der aktuellen Ausgabe oder wenden Sie sich an die nächste Geschäftsstelle der Credit Suisse.







# König Midas von Mexiko

Carlos Slim ist der reichste Mann Lateinamerikas. Der Mexikaner, Sohn eines libanesischen Einwanderers, spricht kaum Englisch, benutzt keine Computer und arbeitet 14 Stunden am Tag. Sein Credo: Billig kaufen, schnell wachsen. Was Slim anfasst, wird zu Gold. **Von Peter Ruch, Wirtschaftsjournalist in Mexico City**

➤ Den Grundstock für sein Vermögen legte der 64 Jahre alte Carlos Slim Helu als kleiner Bub: Er verkaufte am Wochenende seinen älteren Brüdern Süßigkeiten. Mit 15 besass er 44 Aktien von Banamex (der damals grössten Bank Mexikos) und ein Guthaben von 5523 Pesos. Als er mit 17 an der Universidad Autónoma de México (Unam) zu studieren begann, betrug der Stand seines Kontos bereits 31 900,26 Pesos. Slim hat ein phänomenales Zahlengedächtnis. Legendar ist sein Auftritt an der Generalversammlung eines Unternehmens, an dem Slim eine Minderheitsbeteiligung besass: Aus dem Kopf erstellte er die Jahresabrechnung und verrechnete sich um den Hauch von einem Promille.

Den entscheidenden Deal machte Carlos Slim 1990, als er zusammen mit anderen Investoren die damals noch staatliche mexikanische Telefongesellschaft Telmex übernehmen konnte. Das Unternehmen, welches auf dem Festnetz der grössten Wirtschaftskraft Lateinamerikas über ein Monopol verfügte, war von unabhängigen Buchprüfern auf einen Wert von zehn bis zwölf Milliarden Dollar geschätzt worden. Slim erhielt den Zuschlag für 1,7 Milliarden Dollar. Er bezahlte damals rund 80 Cent pro Aktie. Ende April 2004 notierten die Telmex-Papiere bei über 30 Dollar.

## Gute Beziehungen spielen lassen

Die Übernahme von Telmex sorgte nicht nur in Mexiko für Aufsehen. Slim wurde vorgeworfen, mit dem damaligen Präsidenten Carlos Salinas de Gortari eine etwas gar freundschaftliche Verbindung zu pflegen. Dass Slim ausgezeichnete Beziehungen zu Politikern pflegt und gewillt ist, diese auch zu nutzen, zeigt ein anderes, aktuelles Beispiel:

## Die Börsenkapitalisierung von Carlos Slims Reich beträgt über 60 Milliarden Dollar.

Im vergangenen Jahr spendete er 50 Millionen Dollar für die Restauration der Altstadt von Ciudad de México. Der Bürgermeister der wohl grössten Stadt der Welt, Andrés Manuel López Obrador, garantierte ihm dafür ein Vorkaufsrecht an diversen Gebäuden im Stadtkern. Nach den mit den Millionen von Slim durchgeführten Restaurationen waren diese Häuser ein Mehrfaches von dem Wert, was Slim ursprünglich investiert hatte. Amló, wie Bürgermeister López Obrador in Mexiko genannt wird, ist aber nicht nur ein enger Freund von Slim, sondern der momentan noch aussichtsreichste Anwärter auf das Präsidentenamt, wenn im Sommer 2006 der Nachfolger für Vicente Fox gekürt wird.

Nicht alle Geschäfte von Carlos Slim haben einen solchen leicht seltsamen Beigeschmack, ganz im Gegenteil: Der Mexikaner gilt als brillanter Kopf und wurde in den vergangenen Jahren verschiedentlich zum besten Manager Lateinamerikas erkoren. Natürlich erleichterte ihm die Übernahme von Telmex so manches. Er war plötzlich jeden nur denkbaren Kredit wert, doch Slim erkannte auch früh die Zeichen der Zeit. Telmex war eine der ersten Telefongesellschaften der Welt, die ihren Kunden (funktionalisierende) ADSL-Anschlüsse anbieten konnten. Während der WTO-Ministerkonferenz in Cancún im vergangenen Sommer war das ganze Gelände mit Hotspots ausgerüstet, was einen kabellosen Internetzugang ermög-

lichte. Slim, der selber keine Computer besitzt, gibt diese mit Internetverbindungen fast gratis ab. Vor allem die jüngere Klientel soll Zugang zu den Telmex-Dienstleistungen erhalten.

Slim, der den weitaus grössten Teil seiner Einkünfte (noch) aus dem klassischen Telefongeschäft bestreitet, sagt der Festnetztelefonie keine gute Zukunft voraus. Das Internet sei die Zukunft, auch in der Dritten Welt. Noch stärker setzt Slim auf die Mobiltelefonie: Mit seiner erst im September 2000 gegründeten América Móvil, dem nur wenige Prozentpunkte hinter der spanischen Telefónica grössten Mobilfunkanbieter Lateinamerikas, ist er bestens aufgestellt. Und im Gegensatz zu seinen Konkurrenten ist América Móvil nicht gewillt, hohe Preise pro Abonnenten zu berappen. Erst kürzlich bezahlte die spanische Telefónica BellSouth bei der Übernahme des gesamten Lateinamerikageschäfts weit über 500 Dollar pro bestehenden Kunden und avancierte so mit 40,6 Millionen Abonnenten zur Nummer eins in Südamerika, nur knapp vor der América Móvil (40,4 Millionen Abonnenten).

## Preiswert Fuss gefasst in Brasilien

Den höchsten Preis pro bestehenden Kunden bezahlte Slim mit 368 Dollar im vergangenen Jahr, als er die brasilianische BCP übernahm. Doch die brasilianische Mobiltelefongesellschaft BCP verfügt auch über eine äusserst solide Basis im Grossraum São Paulo, dem lukrativsten Markt in Brasilien.

In Sachen Arbeitsmoral geht Slim mit leuchtendem Beispiel voraus: Er ist bekannt dafür, dass er täglich 14 Stunden arbeitet. In Stresssituationen, und davon gab es in seinem Leben viele, ernährt er sich fast nur

Fortsetzung auf Seite 39 ►

# Wirtschaftserholung trotz stagnierender Reformen

Mexiko zählt zu den offensten Volkswirtschaften Lateinamerikas. 80 Prozent der Exporte sind für den US-amerikanischen Markt bestimmt. Entsprechend profitiert Mexiko nun auch verzögert von dessen Aufschwung. Andererseits lassen sich wichtige Reformen nicht durchsetzen. **Von Walter Mitchell, Credit Suisse**

Nach drei Jahren unterdurchschnittlichen Wachstums hat in Mexiko endlich eine Wirtschaftserholung eingesetzt. Für dieses Jahr ist mit 3,5 Prozent ein reales BIP prognostiziert, das deutlich über dem Durchschnittswert von 0,6 Prozent in den Jahren 2001 bis 2003 liegt. Mexiko zeichnet sich durch eine der offensten Volkswirtschaften Lateinamerikas aus. Die Exporte machen 30 Prozent des BIP aus. Davon sind über 80 Prozent für den US-amerikanischen Markt bestimmt, was die sehr hohe Handelsverflechtung der beiden Länder verdeutlicht. Der Aufschwung in den USA schwappt nun auch langsam auf Mexiko über und unterstützt dessen aktuelle Wirtschaftserholung. Die Wirtschaftsprognosen für 2005

sind ebenfalls positiv, doch je nach Nachhaltigkeit des US-Wachstums und Auswirkung der steigenden Zinssätze (sowohl in den USA als auch in Mexiko) könnte sich das BIP-Wachstum abschwächen. Die mexikanische Zentralbank musste zur Bekämpfung des Inflationsdrucks seit Februar bereits dreimal restriktive geldpolitische Massnahmen treffen. Ende 2003 betrug die Inflation im Vorjahresvergleich vier Prozent, doch ist für 2004 eine Zunahme prognostiziert. Daneben spielt in der mexikanischen Volkswirtschaft Erdöl eine wichtige Rolle. Dessen Preisentwicklung wird den künftigen Wirtschaftsverlauf ebenfalls spürbar beeinflussen.

Ein weiterer bestimmender Faktor für die mittelfristigen Wachstumsaussichten Mexi-

kos ist das stagnierende Reformprogramm der Regierung. Nach der ersten Hälfte seiner sechsjährigen Amtszeit ist es Präsident Vicente Fox kaum gelungen, wachstumsfördernde Reformen voranzutreiben.

Bisher hat die Oppositionspartei PRI bei Gesetzesinitiativen zu Energie-, Steuer- und Arbeitsreformen stets von ihrem Vetorecht Gebrauch gemacht. Das dürfte sich im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen 2006 auch kaum ändern und zu einer leichten Verlangsamung des Wachstums und zu einem schwächeren Wechselkurs führen. Der mexikanische Peso hat in den vergangenen zwei Jahren einen Rückgang des Nominalwerts von rund 20 Prozent hinnehmen müssen.





► von dicken Zigarren. Und ein ehemaliger Schweizer Mitarbeiter des Mexikaners weiss zu berichten, dass Slim keine Hemmungen hat, seine wichtigsten Angestellten auch morgens um vier Uhr zusammenzurufen, wenn es ihm opportun erscheint. Bis vor kurzem befand sich sein Hauptsitz in einem unscheinbaren, wenig repräsentativen Gebäude, sein Büro war kaum grösser als das eines Sachbearbeiters. Mittlerweile residiert Slim so, wie es für den reichsten Mann Lateinamerikas angebracht erscheint. Doch Protzerei, eine Krankheit, an der viele reiche Lateinamerikaner leiden, ist ihm ein absoluter Gräuel. Der einzige Schmuck, den Carlos Slim Helu trägt, ist der Duft des Erfolgs.

Daneben besitzt die Familie eine aussergewöhnliche Kunstsammlung. Aufgebaut hat sie seine vor vier Jahren verstorbene Frau Soumaya. Darin befindet sich neben einigen Degas und Monets auch die grösste Rodin-Sammlung ausserhalb des Rodin-Museums in Paris. Die Kollektion von Artefakten aus der Azteken-Zeit übertreffe an Qualität sogar jene des anthropologischen Museums in Ciudad de México.

Doch Slim scheffelt das Geld nicht nur für sich und seine Erben. Seine beiden wichtigsten gemeinnützigen Stiftungen verfügen über ein Vermögen von mehr als einer Milliarde Dollar. Im vergangenen Jahr hat er fast 20 000 Stipendien für Studenten ausgerichtet, rund 5000 Kautionen für erstmals festgenommene Minderjährige bezahlt, die sonst jahrelang auf ihren Prozess hätten warten müssen, und 11 000 plastische Operationen an verunstalteten Kindern bezahlt.

Slim, der mit dem aktuellen Präsidenten Vicente Fox das Heu nicht auf der gleichen Bühne hat, sieht sich als Patriot, weshalb er seinem Land auch Gutes tun will. Von seinen drei Söhnen, die in seinen vielfältigen Unternehmen mitarbeiten (Slim verkauft auch noch Bücher, Reifen, Kosmetika, Tabakwaren, Häuser, Versicherungen, Kredite etc.), haben alle in Mexiko studiert, und nicht etwa an einer der amerikanischen Eliteuniversitäten. Carlos, Marco Antonio und Patrick nehmen ihrem Vater zwar mittlerweile einige Aufgaben ab, doch der 64-Jährige denkt noch lange nicht daran, das Zepter abzugeben. Aber immerhin nimmt sich der kleingewachsene Patriarch etwas mehr Zeit als auch schon für sein liebstes Hobby, das Züchten von Bonsai-Bäumchen. ■



## Haltung in jeder Position.

**Modus Executive** ist seit 10 Jahren ein Garant für Form, Funktion und Ergonomie. Rücken-, Sitz- und Armlehne sind in feinstem Leder eingefasst. Sie können sich auf luxuriösen Sitzkomfort einstellen.

[www.wilkhahn.ch/fachhandel](http://www.wilkhahn.ch/fachhandel)



	nominales BIP (2003E)	Inflation (2003E)	Auslandsverschuldung (2003E)
<b>ARGENTINIEN</b>	135.0 Mia. USD	3.7 %	146.9 Mia. USD
<b>BRASILIEN</b>	500.0 Mia. USD	9.3 %	219.0 Mia. USD
<b>CHILE</b>	72.0 Mia. USD	1.1 %	43.2 Mia. USD
<b>ECUADOR</b>	27.0 Mia. USD	6.1 %	12.0 Mia. USD
<b>KOLUMBIEN</b>	79.0 Mia. USD	6.5 %	39.1 Mia. USD
<b>MEXIKO</b>	625.0 Mia. USD	4.0 %	141.1 Mia. USD
<b>PANAMA</b>	12.8 Mia. USD	1.7 %	35.0 Mia. USD
<b>PERU</b>	60.9 Mia. USD	2.5 %	28.8 Mia. USD
<b>URUGUAY</b>	11.0 Mia. USD	10.2 %	10.4 Mia. USD
<b>VENEZUELA</b>	88.3 Mia. USD	271 %	35.0 Mia. USD

Emerging Markets □  
andere □

# Der Wachstumspfad ist ein schmaler Grat

Dieses Jahr wird das Wirtschaftswachstum in Lateinamerika deutlich anziehen. Auf Grund ihrer Abhängigkeit von ausländischem Kapital bleibt die Region aber krisenanfällig. **Von Walter Mitchell, Credit Research**

➤ Nach dreijähriger Durststrecke keimt in Lateinamerika Hoffnung auf. Das Wachstum des realen Bruttoinlandproduktes dürfte dieses Jahr bei rund 3,8 Prozent liegen. Das wäre die höchste Zuwachsrate seit 2000 (siehe Grafik unten). Zum Aufschwung, der sich von Mexiko bis Feuerland erstreckt, führen vor allem die weltweite Konjunkturbelebung, die hohen Rohstoffpreise und die grösseren Nettokapitalströme. Die Frage ist, ob es sich um eine nachhaltige Entwicklung handelt oder ob interne oder externe Faktoren die Erholung stoppen, bevor sich der Lebensstandard der Menschen verbessert hat.

## Stärke durch Anpassung

So oder so hat Lateinamerika einen harten Anpassungsprozess hinter sich. Er begann, als der Kapitalzufluss in die Region im Zuge der Asien- und Russlandkrise abrupt ver-

siegte. Zuvor hatte der private Nettokapitalzufluss 1997 einen Höhepunkt von 105 Milliarden US-Dollar erreicht. Danach fiel er allmählich zusammen und belief sich 2002 noch auf 19 Milliarden US-Dollar. Das hatte ein Absacken der Wachstumsrate zur Folge und veranlasste Brasilien sowie Argentinien 1999, respektive 2001, die Wechselkursfixierung aufzugeben.

Lateinamerika geht gefestigt aus dem drastischen Anpassungsprozess hervor. Die letzten drei Jahre haben nicht nur einen günstigen Einfluss auf etliche Leistungsbilanzen genommen, sie liessen auch die Inflation sowie die Defizite des öffentlichen Sektors in vielen Ländern zurückgehen. Allerdings beruht die Erholung auf einem äusserst günstigen Umfeld, kombiniert mit steigenden Rohstoffpreisen und rekordtiefen Zinssätzen in den Industriestaaten – was nicht nur die

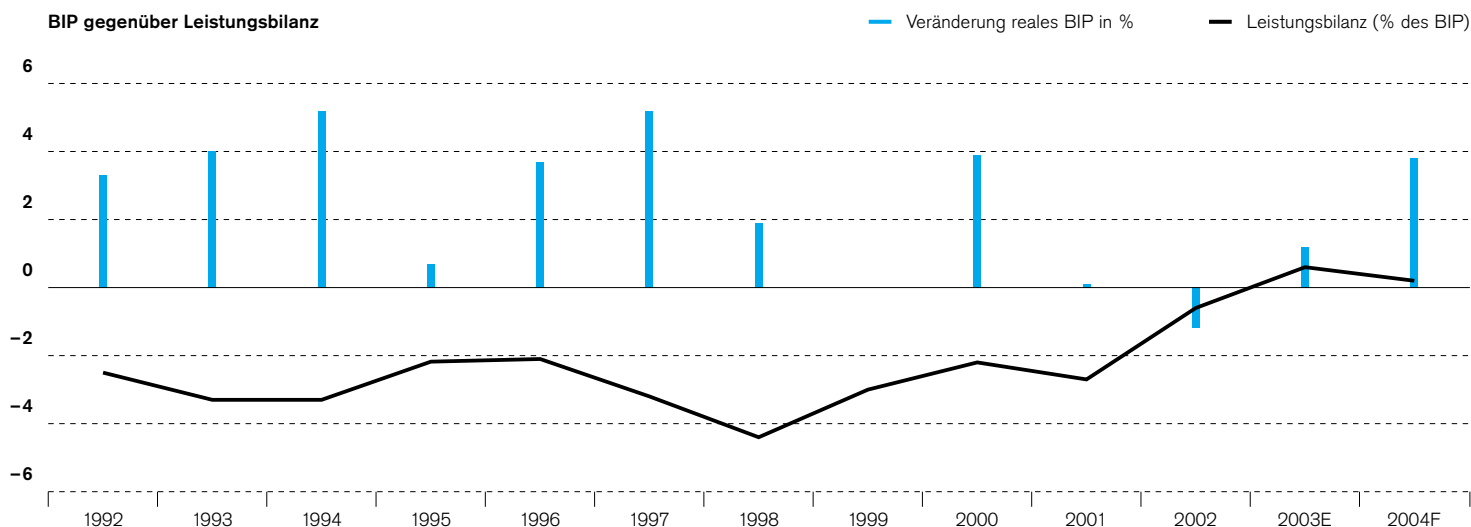
Kosten für Darlehen senkte, sondern auch den Kapitalzufluss nach Süden ankurbelte. Diese externen Faktoren werden aber nicht ewig so vorteilhaft bleiben.

## Die Gefahr bleibt

Die Gefahr eines Zahlungsbilanzschocks in Lateinamerika ist – ausser etwa in Chile und Mexiko – trotz der Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation und der Haushaltsdefizite in gewissen Ländern nicht gebannt. Ob externe oder interne Faktoren diesen Schock auslösen, ist zweitrangig. Ausschlaggebend ist vielmehr, dass die Region weiterhin vom Zufluss ausländischen Kapitals abhängt, was sie anfällig macht für Fluktuationen der weltweiten Finanzströme. Grund dafür ist die tiefe Sparquote und die geringe Öffnung der lateinamerikanischen Volkswirtschaften. Da es an Ersparnissen fehlt, sind

## Hoffnungsvolle Anpassung der Leistungsbilanz an das BIP

1998 betrug das Leistungsbilanzdefizit 4,4 Prozent, 2003 war ein Überschuss von 0,6 Prozent zu verzeichnen. Die Durststrecke sollte nun vorüber sein, sodass grosse Hoffnungen auf eine nachhaltige Erholung bestehen. Quelle: Institute for International Finance (IIF)



die Regierungen und die Privatwirtschaft für Darlehen auf das Ausland angewiesen. Gleichzeitig ist die Exportwirtschaft in den meisten Ländern zu schwach, um genug Erlöse in harter Währung (also Aktiva) zum Ausgleich der Darlehen zu erwirtschaften, was die gesamte Region in eine Netto-Schuldnerposition versetzt.

#### Export hinkt nach

Es ist allein den steigenden Rohstoffpreisen zu verdanken, dass die Ausfuhren in den letzten Jahren zulegen konnten. Verglichen mit den Ländern Asiens und Europas hinken die Exporte in den lateinamerikanischen Ländern trotzdem hinterher. Panama und Chile verfügen mit 58 respektive 34 Prozent über die grösste wirtschaftliche Öffnung. In den übrigen Ländern erreicht die Exportquote in der Regel nicht einmal die 30-Prozent-Schwelle. In den aufstrebenden Ländern Asiens und in Europa machen die Ausfuhren durchschnittlich 52 beziehungsweise 45 Prozent des BIP aus.

In Brasilien ist die Anfälligkeit der Region auf externe Faktoren besonders ausgeprägt. Trotz eines rekordhohen Handelsüberschusses von 25 Milliarden US-Dollar im Jahr 2003 machten die Exporte dort nur gerade 17 Prozent des BIP aus. Gleichzeitig belief sich die Auslandsschuld Ende letzten Jahres insgesamt auf 44 Prozent des BIP. Die Finanzierung der Nettoverschuldung ist in guten Zeiten tragbar, wird aber zu einem Problem,

#### Brasilien: Hält Lula dem Druck stand?

**Präsident Lula verfolgt auch nach anderthalbjähriger Amtszeit eine marktfreundliche makroökonomische Politik. Er beschränkte die Anpassung der Mindestlöhne auf acht Prozent (gemäss der erwarteten Inflationsrate) und gab dem grossen Druck für eine stärkere Anhebung nicht nach. Er hält allen Rufen nach einer Lockerung der steuerpolitischen Zügel zum Trotz am Primärüberschuss von 4,25 Prozent des BIP fest. Doch holt ihn seine linke Vergangenheit ein. Man wird Druck auf ihn ausüben, damit er politisch interveniert, und der Markt wird nie sicher sein, ob er nicht plötzlich seine Meinung ändert. Diese politische Ungewissheit hat etwas höhere Zinssätze und ein leicht schwächeres Wirtschaftswachstum zur Folge. Damit entsteht ein erratisches Szenario, das sich bewährt, solange das freundliche konjunkturelle Umfeld anhält. Schnellen die Zinssätze aber hoch oder kommt es zu einem Einbruch der Rohstoffpreise (besonders von Soja), kämen die Staatsfinanzen und die Währung viel stärker unter Druck, und die Zentralbank würde das Tempo bei der Lockerung ihrer Geldpolitik drosseln. Die Regierung muss ihren makroökonomischen Kurs halten – erst recht, wenn das Umfeld weniger freundlich wird.**

sobald die Kapitalströme aus irgendeinem Grund abnehmen. Die Abhängigkeit Brasiliens von diesen Kapitalzuflüssen machte sich in den letzten Wochen bemerkbar, als die Liquidationsverkäufe auf dem Bondmarkt mit einer Schwächung der Landeswährung Real zusammenfielen (siehe Kasten zu Brasilien).

#### Bevölkerung geht der Durchhaltewillen aus

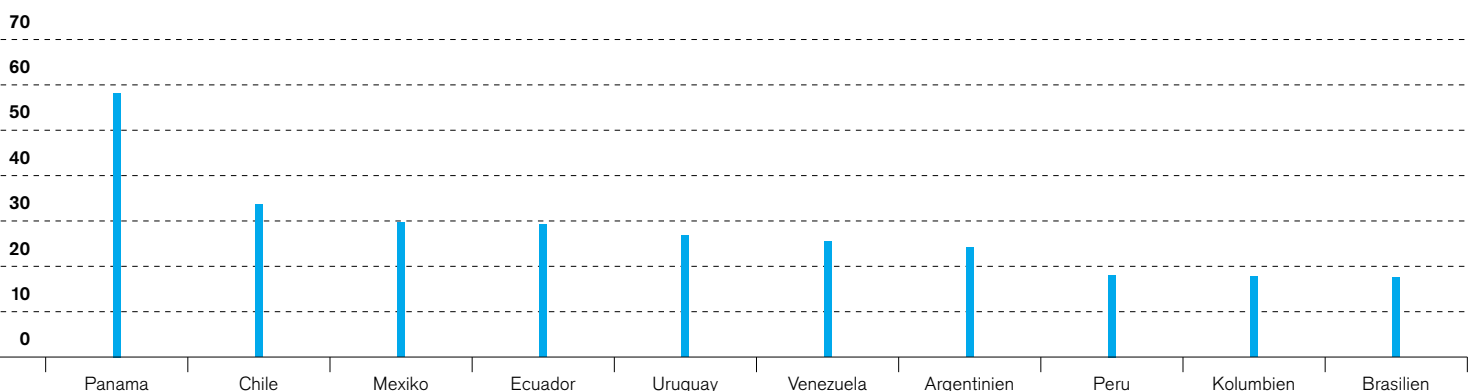
Wie kann Lateinamerika seine Abhängigkeit von ausländischem Kapital reduzieren und so seine Chancen für ein nachhaltiges Wachstum verbessern? Die Lösung, um externen Faktoren weniger ausgeliefert zu sein, führt über eine aktive Exportförderung. Nehmen die Ausfuhren zu, steht mehr harte Währung

für den Schuldendienst zur Verfügung. Zweitens müssen die Regierungen für ein attraktiveres Umfeld für ausländische Direktinvestitionen (in Aktien) sorgen, indem der Schutz der Eigentumsrechte und der ordnungspolitische Rahmen verbessert werden. Schliesslich müssen die Regierungen die Haushaltsdefizite weiter senken, um die Inflation tief zu halten und privaten Akteuren vermehrt Zugang zu inländischem Sparkapital zu verschaffen. Ermutigend ist, dass die meisten Regierungen Lateinamerikas diese Massnahmen in irgendeiner Form verfolgen. Negativ fällt ins Gewicht, dass Leistungsbilanzkorrekturen erst langfristig greifen – und vor allem der ärmeren Bevölkerung die Geduld ausgehen könnte. **I**

## Verschlossenes Lateinamerika

**Der Exportanteil des jeweiligen Bruttoinlandproduktes der meisten Länder Lateinamerikas fällt im Vergleich mit Emerging Markets anderer Regionen – zum Beispiel vielen Emergings Markets in Asien – deutlich weniger ins Gewicht.** Quelle: CSFB

Exporte in % des BIP (2004E)



# Die besten Fonds im Internet.

**CREDIT  
SUISSE**



Im Fund Lab erwarten Sie über 2300 Fonds internationaler Anbieter. Dank Filter- und Suchoptionen finden und vergleichen Sie einzelne Titel spielend per Mausklick. Und als Direct Net-Kunde können Sie gleich online in die Fonds investieren. Egal, ob es sich um Fonds der Credit Suisse oder um Titel anderer Anbieter handelt, für alle gelten die gleiche Ausgabekommission und der kommissionsfreie Verkauf.

**[www.credit-suisse.com/fundlab](http://www.credit-suisse.com/fundlab)** Klicken Sie sich rein.

Oder fragen Sie Ihren Kundenberater, er unterstützt Sie gerne bei der Fondsauswahl.

THE TICK-TOCK YOU FEEL INSIDE



**BAUME & MERCIER**  
GENEVE • 1830

[www.baume-et-mercier.com](http://www.baume-et-mercier.com)



HAMPTON