

EIN TIGER IN EUROPA

Die ex-jugoslawischen Länder – bestehend aus Slowenien, Kroatien, Serbien, Bosnien, Mazedonien und Montenegro – bilden den letzten verbleibenden weissen Fleck im Zentrum Europas. Ausgelöst durch die Wirtschaftskrise sowie den Kalten Krieg bzw. die Bürgerkriege der 90er-Jahre hinkt die Region ihren Nachbarländern aus der Europäischen Union stark hinterher. Gerade aus politischer Optik hat die EU grosses Interesse, den durch sie abgedeckten geografischen Raum zu schliessen. Blicke die Tür zur EU verschlossen, bestünde das Risiko einer Ausgrenzung und Destabilisierung dieser Länder, was Europa wohl grössere Fragen beschere würde als deren friedliche Integration. So ist Slowenien dem Staatenverbund 2004 beigetreten, Kroatien und Serbien stehen in Verhandlungen. Beispiele aus der Vergangenheit belegen, dass solche Bewegungen erhebliches Konvergenzpotenzial mit sich bringen.

Nebst diesen fundamentalen Gegebenheiten spricht auch der jetzige Zeitpunkt für eine Investition in diese Region. Ausgelöst durch die

«Trotz Verdoppelung der Wirtschaftsleistung bewegt sich die Börse in Serbien auf den Niveaus von 2005»

Finanzkrise zogen westliche Investoren riesige Geldmengen ab, was zu massiven Kurseinbrüchen führte. Während es einigen Schwellenländern in der Zwischenzeit gelungen

ist, wieder auf neue Rekordhochs vorzudringen, dümpeln die Märkte auf dem Balkan noch immer vor sich hin. So bewegt sich beispielsweise die Börse in Serbien auf den Niveaus von 2005, trotz Verdoppelung der Wirtschaftsleistung. Dies, obwohl der West-Balkan optimale Rahmenbedingungen für Investitionen bietet:

- geographische Nähe zu Europa
- tiefes Lohn- und Steuerniveau begünstigen ausländische Direktinvestitionen
- kooperative Regierungen
- gut ausgebildete Arbeitskräfte
- Lage am Mittelmeer ist prädestiniert für Tourismusindustrie

Wir sind überzeugt, dass sich die Region von ihren Rückschlägen erholen und zu einem attraktiven Wirtschaftsstandort mausern wird. Bereits jetzt entdeckten diverse westliche Unternehmungen wie Fiat oder Benetton deren Vorzüge und verlegten Teile der Produktion in diesen Raum. Die nachfolgenden Ausführungen geben einen vertieften Einblick in die Potenziale der Region und untermauern unseren Investitionsentscheid.

Ex-Jugoslawien im Überblick

Die politischen Konsequenzen des Zweiten Weltkriegs sowie die militärische Blockbildung entzweiten Europa zwischen 1945 und 1989 entlang des Eisernen Vorhangs. Dessen Fall und die EU-Osterweiterung bewirkten, dass die Region Ex-Jugoslawien heute im Zentrum eines durchwegs von marktwirtschaftlichen Systemen geprägten Europas liegt. In diesem Sinne hat eine Verlagerung der Region vom Rand weg in das Zentrum des europäischen Wirtschaftsraumes stattgefunden.

Umgeben von EU-Ländern grenzt Ex-Jugoslawien im Uhrzeigersinn von Westen her beginnend an Italien, Österreich, Ungarn, Rumänien, Bulgarien und Griechenland. Die Region besteht aus den aus dem ehema-

ligen Jugoslawien hervorgegangenen Staaten Slowenien im Norden, Kroatien und Bosnien im Zentrum sowie Serbien, Montenegro respektive Mazedonien im Osten und Süden.



Bei einer Gesamtbevölkerung von 20.3 Mio. wird ein Bruttoinlandprodukt von Euro 144.9 Mia. generiert, was nur rund einem Drittel desjenigen der Schweiz entspricht. Abgesehen von Slowenien, wo der Euro bereits im Jahre 2007 eingeführt wurde, verfügen die Länder über eigene Währungen und somit auch über eine unabhängige Währungspolitik.

Konvergenz – ein Autopilot

Die Geschichte der EU zeigt: Es besteht eine Tendenz, dass sich in freien Märkten wirtschaftlich schwächere Regionen den stärkeren annähern. Erklärungen für diese Wohlstandsannäherung gibt es viele:

- Geringere Lohn- und Produktionskosten fördern Direktinvestitionen und schaffen Arbeitsplätze. Beschäftigung und Wohlstand steigen.
- Steigende Bedürfnisse als Folge höherer Einkommen fördern wiederum den Konsum und die lokale Wirtschaft.
- Die hohe Mobilität qualifizierter Arbeitskräfte in der EU ermöglicht Kapitaltransfers aus Auslandstätigkeiten. Die zurückgebliebenen Familien profitieren und deren Wohlstand steigt.
- Wissens- und Technologie-Transfers fördern einen Strukturwandel weg von der Agrarwirtschaft hin zum Industrie- und Dienstleistungssektor. Die Folge davon sind eine höhere Wertschöpfung, bessere Ausnutzung der Ressourcen und mehr Arbeitsplätze.
- Strukturförderung durch Transferzahlungen der EU im Infrastrukturbereich ermöglicht einen grundlegenden Aufbau moderner Infrastruktur. Dies wiederum schafft Arbeitsplätze und investitionsfreundliche Rahmenbedingungen.

Der Wirtschaftsverlauf in Ländern wie Italien, Irland, Portugal und Spanien (bis jüngst auch Griechenland) dokumentiert dies klar. So verzeichneten sie Wirtschaftswachstumsraten, die 12 bis 15 Jahre lang über dem EU-Schnitt lagen. Dies sollte auch für Ex-Jugoslawien gelten. Die Region ist bereits stark mit der EU verbunden. So ist

«Slowenien ist seit 2004 Vollmitglied und seit 2007 in der Europäischen Währungsunion. Kroatien ist Beitrittskandidat und hofft auf eine Aufnahme 2011, Serbien auf einen Beitritt ab 2015.»

Slowenien seit 2004 Vollmitglied und seit 2007 in der Währungsunion, hat also den Euro als Landeswährung. Kroatien ist bereits Beitrittskandidat und hofft die Aufnahme 2011 oder 2012 zu erreichen. Serbien reichte das Gesuch 2009 ein und hofft auf einen Beitritt ab 2015/16. Mazedonien ist seit 2005 Kandidat. Bosnien-Herzegowina und Montenegro sind Kandidaten der Zukunft.

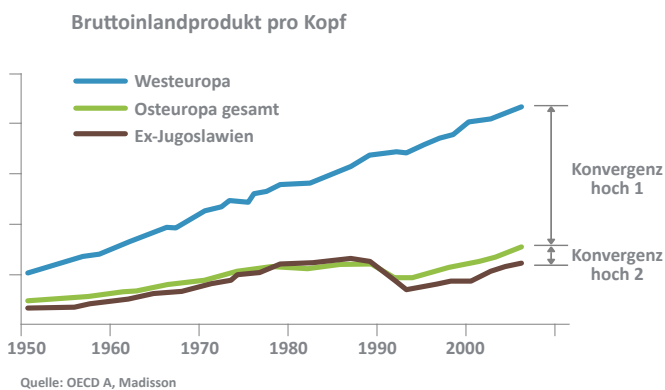
Ex-Jugoslawien – Konvergenz hoch 2

Hoch 1: Konvergenz Osteuropa-Westeuropa

Die beschriebene Konvergenzdynamik sollte in noch stärkerem Masse für Osteuropa gelten, da die Rückstände gegenüber Westeuropa anhand Grössen wie der Wirtschaftsleistung (BIP pro Kopf) noch weitaus höher sind. Die Folgen des Kalten Krieges, sozialistischer Politsysteme und Planwirtschaft haben die Region seit 1945 stark hinter die westeuropäischen Staaten zurückfallen lassen. So liegt das BIP pro Kopf der Tschechischen Republik 45% tiefer als in Deutschland sowie 55% hinter demjenigen Österreichs, beides angrenzende Länder. Während seines Aufholprozesses profitiert Osteuropa von seiner Nähe zu Westeuropa, denn wirtschaftliche Konvergenz kann sich leichter in einem geografischen Raum durchsetzen, der nicht durch Meere oder Kulturbarrrieren getrennt ist. Entsprechend sollten Länder entlang des früheren Eisernen Vorhangs für Konvergenzprozesse prädestiniert sein.

Hoch 2: Konvergenzpotenzial innerhalb Südosteuropas

Die den Westbalkan bildenden Länder Ex-Jugoslawiens liegen in ihrer Entwicklung selbst im Vergleich mit dem restlichen Osteuropa zurück. Insbesondere die Bürgerkriege und ethnischen Spannungen der 90er-Jahre schädeten der Region schwer. Während die Wirtschaftsleistung pro Kopf der ex-jugoslawischen Länder bis Ende der 80er-Jahre noch deutlich über dem osteuropäischen Schnitt lag, haben diese den



kriegsbedingten Rückschlag bis heute nicht aufholen können. Kroatiens BIP/Kopf liegt zum Beispiel 30% unter demjenigen der Tschechischen Republik. Serbiens Wirtschaftsleistung pro Kopf sogar um 55% tiefer. Die Region liegt also noch immer weit hinter dem restlichen Osteuropa und auch Westeuropa zurück.

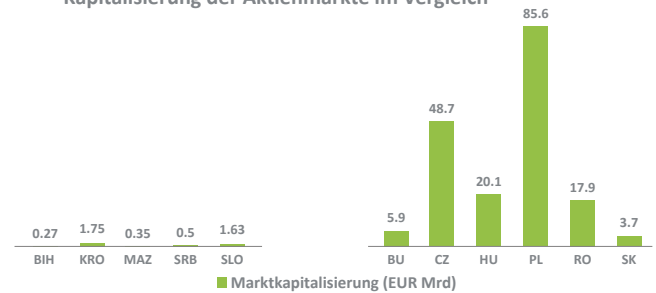
Warum gerade jetzt investieren?

Wie immer stellt sich bei Investitionen die Frage nach dem «richtigen» Moment. Wie wir gesehen haben, mögen die langfristigen und fundamentalen Gegebenheiten wohl für eine Investition sprechen, aber warum gerade jetzt?

Finanz- und Wirtschaftskrise haben die Börsen der Region richtiggehend zusammenbrechen lassen. Dies weniger wegen des lokalen Wirtschaftsverlaufes, sondern vielmehr aufgrund des totalen Rückzuges ausländischer Investoren.

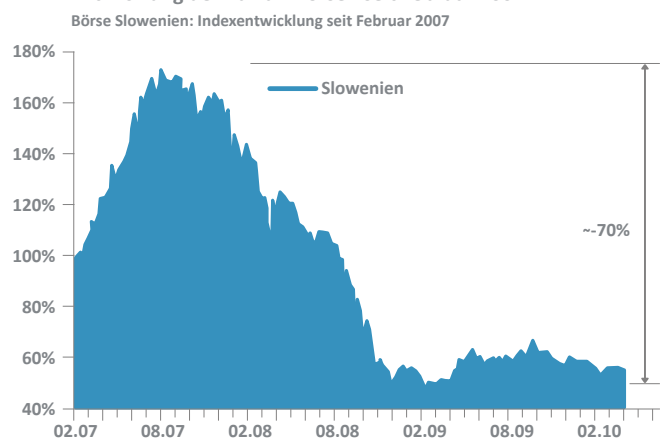
So hat die serbische Börse gemessen am Belex15-Index vom Höchst zum Tiefststand in Euro 96% verloren, andere Märkte der Region

Kapitalisierung der Aktienmärkte im Vergleich



schwächten sich in der Finanzkrise ebenfalls um dramatische 70 bis 80% ab. Die EU-Beitrittsanwärter konnten nicht wie die westlichen Länder die Krise durch Konjunkturprogramme stützen, sondern waren gezwungen, die Maastricht-Kriterien einzuhalten und mussten Sparmassnahmen ergreifen. Die Abwärtsspirale drehte sich dadurch weiter nach unten und eine äusserst dramatische Rezession in Kroatien und Slowenien war die Folge. Es überrascht daher nicht, dass sich die Börsen nicht wie in anderen Schwellenländern seit März 2009 stark erholt haben, sondern weiterhin nahe den Tiefstständen verharren.

Entwicklung der Balkan-Börsen seit Februar 2007



Dies erscheint angesichts der bestehenden mittelfristigen Chancen übertrieben. Die Börsenindizes bewegen sich noch immer auf dem Niveau von 2005 oder darunter, obwohl sich die Wirtschaftsleistung inzwischen verdoppelt hat. Der bereits vollzogene Fortschritt wird von den Börsen in keiner Weise widerspiegelt. Diese tiefen Bewertungen sind ein Zeichen dafür, dass die Region von den Anlegern völlig vernachlässigt wird, und somit weniger einem Herdentrieb im Anlegerverhalten ausgesetzt ist.

Die Region hat durch den starken Abschwung und der Abwertung der Währungen international an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen. Unter-

«Unterdessen sind die Lohnkosten in Serbien tiefer als in weiten Teilen Chinas»

dessen sind die Lohnkosten in Serbien tiefer als in weiten Teilen Chinas und immer mehr international tätige Unternehmungen wie Fiat, Ericsson oder Ratiopharm verlegen nun Produktionskapazitäten in diese Region.

Nebst den tiefen Kosten zählen auch die fortschreitende Anbindung an die EU (Infrastruktur, Rechtsprechung, Normen etc.), der hohe Ausbildungsgrad der Arbeitnehmer (Legat des Sozialismus, vor allem technische Berufe), die aktive Standortförderung (Steuernachlässe und Subventionen) sowie äusserst günstiges Bauland. Die vermehrten Direktinvestitionen werden der wirtschaftlichen Entfaltung der Region Auftrieb geben.

Anlagevehikel

Investitionen in Schwellenländer zeichnen sich sowohl durch grosse Chancen als auch überdurchschnittliche Risiken aus. Unterschiedliche Rechtssysteme, ineffiziente Märkte sowie andere Kulturen erfordern spezifisches Fachwissen. Aktive Investoren können durch Expertenwissen einen Informationsvorsprung gegenüber anderen Marktteilnehmern erlangen und dadurch einen Mehrwert generieren. Wir setzen für dieses Investment auf einen ausgewiesenen Fondmanager, der die Region seit Jahren kennt und regelmässig bereist. Regler Kontakt zu ihm ermöglicht es uns, dass unsere hohen Anforderungen betreffend ökologischen, sozialen und transparenten Anlagen in seine Investitionsentscheidungen einfließen.

Wir hoffen, dass Sie sich einen guten Überblick über diese spannende Anlageregion machen konnten. Zugegeben, ein nicht alltägliches Investment, das besonderer Aufmerksamkeit bedarf. Wir werden für Sie die Neuigkeiten und Entwicklungen genau verfolgen und Sie gerne auf dem Laufenden halten.

