

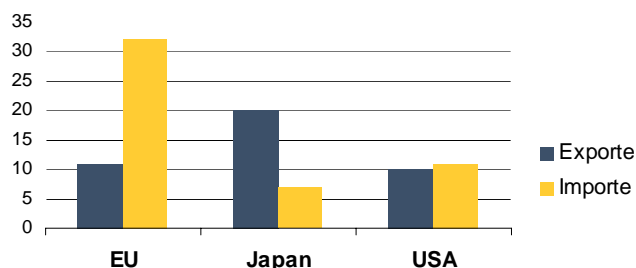
### Hotspot: Golfstaaten – Eine Währungsunion 2010 wird immer unwahrscheinlicher

Die Absicht der Staaten des Golfkooperationsrates (GCC), Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi Arabia und Vereinigte Arabische Emirate, im Jahr 2010 einen gemeinsamen Währungsraum zu etablieren, wird zunehmend unwahrscheinlich. Nachdem Oman bereits im Dezember einen späteren Beitritt angekündigt hatte, verkündete Kuwait vor kurzem die Aufhebung der Wechselkursbindung an den US-Dollar zugunsten eines Währungskorbes, der nicht bekanntgegeben wurde. Kuwait hat sich für ein Währungsregime entschieden, das bereits bis zum Jahr 2003 bestand. In den kommenden Monaten dürfte darüber spekuliert werden, ob weitere Golfstaaten von dem gemeinsamen Ziel und Zeitplan abweichen. Für die einzelnen Staaten spielen

aktuell vor allem zwei wichtige Aspekte bei der Entscheidungsfindung eine Rolle. Zum einen wird eine Dämpfung der Inflation angestrebt, und zum anderen könnten Kaufkraftverluste im Zuge des schwächeren US-Dollar zumindest teilweise kompensiert werden. Mit einer etwas längeren Perspektive sollten diese zyklischen Aspekte aber nicht von einer so großen Bedeutung sein, dass ein struktureller Anpassungsprozess auf dem Weg zu einer gemeinsamen Währung unterbrochen oder verzögert wird. Insbesondere vor dem Hintergrund der geopolitischen Bedeutung der Region wäre es als Rückschlag zu werten, wenn das Ziel einer Währungsunion ganz fallengelassen würde. Zwar können sich Investitionsmöglichkeiten im Hinblick auf Aufwertungstendenzen der einzelnen Währungen ergeben, aber längerfristig dürften die negativen Effekte eines wenig geeinten Golfkooperationsrates die Stimmung ausländischer Investoren eher trüben. Hierfür spricht auch, dass die sehr ähnlichen Diversifizierungsstrategien der einzelnen Golfstaaten längerfristig vermutlich eine engere Koordinierung der Wirtschaftspolitik erfordern. Bislang ist dies kaum zu erkennen. Damit fehlt weitgehend die Entwicklung einer gemeinsam abgestimmten wirtschaftlichen Basis für die Gemeinschaftswährung. Dies birgt für den Fall Gefahren, dass sich die Weltkonjunktur deutlicher abkühlt und der erhoffte Zufluss in die in nahezu allen Golfstaaten gleichzeitig geschaffenen spezifischen Wirtschaftszonen für Industrie und Dienstleistungen geringer ausfällt, so dass ein stärkerer Wettbewerb unter den Golfstaaten entsteht. Über negative Beschäftigungseffekte könnte dies soziale Spannungen in einzelnen Golfstaaten verstärken. In den kommenden Monaten sollten daher die Golfstaaten ihren Willen zu einem gemeinsamen Wirtschafts- und Währungsraum untermauern, um ein positives Zeichen zu setzen und das Vertrauen internationaler Finanz- und Unternehmensinvestoren in die Golfstaaten als regionaler Stabilisator zu bekräftigen.

#### Golfstaaten: Die wichtigsten Handelspartner

Anteile an den Ex- und Importen 2005, in %



### Osteuropa, Mittlerer Osten, Afrika

#### Ungarn

Die deutlich schwächere Entwicklung der Einzelhandelsumsätze seit Jahresanfang spricht für den Beginn des Zinssenkungszyklus spätestens im Juli. Im März war erstmals ein Rückgang der Umsätze im Jahresvergleich zu verzeichnen. Hier zeigt sich, dass die finanzpolitischen Maßnahmen zur Verringerung des Haushaltsdefizits mittlerweile spürbar dämpfend wirken. Die inflationserhöhenden steuerlichen Änderungen sollten im Verlauf der zweiten Jahreshälfte schrittweise abnehmen. Folglich sollte die mittelfristige Perspektive der Notenbank eine erste Zinssenkung erleichtern, auch wenn die aktuellen Inflationsdaten noch etwas erhöht sind.

#### Südafrika

Die Notenbank Südafrikas hat die negative Überraschung bei den Preisdaten in der letzten Woche zum Anlass genommen, die Zinsen um 50 Basispunkte zu erhöhen. Gleichwohl rechnen wir trotz des Zinsschrittes nicht mit spürbaren negativen Folgen für die Konjunktur, da das binnen- und außenwirtschaftliche Umfeld weiterhin günstig für die südafrikanische Wirtschaft ist. Der etwas schwächere Rand stützt die Exportnachfrage, während die Stimmung der privaten Haushalte und Unternehmen nur eine leichte Abschwächung des privaten Verbrauchs und der Investitionen für das Gesamtjahr erwarten lässt. Der Rand wird durch die Zinsanhebung tendenziell gestärkt. Spekulationen über die konjunkturellen Auswirkungen sollten lediglich temporär belasten.

#### Russland

Die von Finanzminister Kudrin erneut empfohlene stärkere Ausrichtung der Geldpolitik am Inflationsziel dürfte aus unserer Sicht kaum auf absehbare Zeit entschlossen umgesetzt werden. Die Entwicklung des Wechselkurses wird neben der Preisentwicklung voraussichtlich weiterhin eine zentrale Rolle für die Geldpolitik spielen. Dem erhöhten Inflationsdruck aufgrund anhaltend hoher Kapitalzuflüsse und schneller steigender Löhne wird vermutlich mit höheren Reserveanforderungen an die Banken, höheren Einlagenzinsen und Sterilisierungsmaßnahmen seitens der Notenbank begegnet. Folglich wird der Rubel nur recht moderat ggü US-Dollar aufwerten. Zum Jahresende 2007 rechnen wir mit einem Kurs von 25.5 je US-Dollar. Bis Ende 2008 ist eine weitere Aufwertung auf rund 25.1 wahrscheinlich. Bislang ist nicht zu erkennen, dass die Diskussion über eine weitere Eintrübung des Investitionsklimas vor dem Hintergrund des unter Druck stehenden TNK-BP Joint Ventures belastend wirkt.

## Lateinamerika

### Brasilien

Die Eintrübung der Stimmung an den internationalen Aktienmärkten zur Mitte letzter Woche hat auch die Aktienmärkte von Brasilien und Mexiko korrigieren lassen. Gleichwohl bleibt unsere fundamentale Einschätzung insbesondere für Brasilien unverändert positiv. Vor diesem Hintergrund dürfte die weitere Kursdynamik vor allem durch den internationalen Kontext bestimmt werden. Landesspezifische Faktoren sprechen eher für eine weniger starke Bewegung im Falle einer weiteren moderaten Korrektur. Der brasilianischen Notenbank dürfe es in dieser Woche voraussichtlich schwerer fallen, die Zinsen im bisherigen Tempo weiter zu senken. Ausschlaggebend für eine Diskussion innerhalb des geldpolitischen Rates über das weitere Tempo der geldpolitischen Lockerung sind vermutlich die positiven Konjunkturdaten. Diese weisen seit einiger Zeit auf eine zunehmend an Dynamik gewinnende binnenwirtschaftliche Dynamik. Die Stimmungsindikatoren und Umfragen bezüglich der Investitionspläne der Unternehmen in den kommenden Monaten lassen darüber hinaus eine weitere Zunahme der Investitionsdynamik erwarten. Folglich könnten einzelne Mitglieder des geldpolitischen Rates vor Inflationsrisiken warnen und eine Verlangsamung der geldpolitischen Lockerung empfehlen. Da die aktuellen Preisdaten aber noch keinen erhöhten Anstieg erkennen lassen, rechnen wir letztlich mit einem Zinsschritt um 50 Bpkt. Hierfür spricht auch der feste BRL.

### Mexiko

Obleich die Aufwertung des Peso noch nicht als besonders belastend zu bewerten ist, kommt sie doch in einem unpassenden Moment, da die schwächere Konjunkturdynamik von Impulsen gestützt werden könnte. Positiv ist jedoch der dämpfende Preiseffekt zu verzeichnen. Ein fester Peso kann der Notenbank voraussichtlich schneller Spielraum für eine erste Zinssenkung verschaffen. Vorerst rechnen wir aber weiterhin nicht mit einer Zinssenkung vor Jahresende. Der Peso dürfte daher in einer Range um 11 je US-Dollar schwanken. Eine deutlichere Aufwertung dürfte vor allem eine erneute Abschwächung des US-Dollar voraussetzen. Vor dem Hintergrund der robusten US-Konjunkturdaten erscheint dieses Szenario gegenwärtig aber eher unwahrscheinlich. Zusätzlich sollte die Aufwertung durch die Entwicklung des Leistungsbilanzdefizits begrenzt werden.

### Kolumbien

Das Ziel die Aufwertung des Peso durch Kapitalverkehrsbeschränkungen zu dämpfen oder bestenfalls umzukehren, wurde bislang nicht erreicht. Vielmehr durchbrach der Kurs des Peso Ende Mai erstmals seit sieben Jahren die Marke von 1900 je US-Dollar. Seit Jahresanfang hat der Peso daher um rund 14% zugelegt. Diese Aufwertung ist nur zum Teil auf erhöhte Portfoliozuflüsse zurückzuführen. Im letzten Jahr beliefen sich die Portfoliozuflüsse auf etwas mehr als eine ½ Mrd US\$, während sich die Kapitalzuflüsse aufgrund von Direktinvestitionen auf rund 6,3 Mrd US\$ beliefen. Eine ähnliche Entwicklung erwarten wir auch in diesem Jahr für die Kapitalströme, so dass sich die Wirtschaft längerfristig auf eine starke Währung einstellen muss. Hinzu kommt, dass der deutliche Rückgang der Verschuldung das Investorenvertrauen stärkt.

## Asien

### Thailand

Die politische Landschaft dürfte sich in den kommenden Monaten etwas beruhigen, nachdem die Partei des ehemaligen Ministerpräsidenten Thaksin aufgelöst wurde, während die Demokratische Partei von allen Vorwürfen freigesprochen wurde. Von seiten der Wählerschaft dürfte die Auflösung der Regierungspartei negativ bewertet werden, da die Partei insbesondere in den ländlichen Regionen großen Zuspruch erfuhr. Aus der aktuellen Perspektive erscheint die Rückkehr zur Demokratie jedoch wichtiger, und dies dürfte der jetzigen Militärführung nach den Richtersprüchen leichter fallen, da kein politischer Rückfall zu erwarten ist. Der nächste kritische Punkt auf dem Weg zur Wiederherstellung der Demokratie wird das Referendum über die neue Verfassung sein, das voraussichtlich im September stattfindet. Ohne die Annahme der neuen Verfassung würde die Grundlage für die im Dezember geplanten Neuwahlen entfallen. Dies wäre der größte Rückschlag für die politische und wirtschaftliche Entwicklung des Landes. Das Militär wird vermutlich insbesondere wegen der erkennbaren Spannungen innerhalb der militärgestützten Regierung und aufgrund der sehr stark gesunkenen Popularität der Regierung alles daran setzen, die Zustimmung für die neue Verfassung zu erhalten. Letztlich wird die neue Verfassung dem Militär voraussichtlich stärkere politische Einflussmöglichkeiten sichern. Insgesamt wird das politische System weiterhin vom König dominiert, der auf allen politischen Seiten das höchste Ansehen genießt und auch auf das Militär erheblichen Einfluss hat.

### Malaysia/Indonesien/Indien

Beim „World Islamic Economic Forum“ Ende Mai in Kuala Lumpur wurde erneut deutlich, dass die Verflechtungen zwischen den Golfstaaten und Asien deutlich zunehmen. Der Handel zwischen beiden Regionen verbuchte im Zeitraum 2001-05 jährliche Zuwachsraten von rund 24%, und Asien hat bereits Europa als zweitwichtigstes Investitionsziel der Staaten des mittleren Osten nach den USA abgelöst. Malaysia und Indonesien stehen im Mittelpunkt des Interesses von Investoren aus den Golfstaaten. Es ist daher nicht überraschend, dass auch internationale Finanzdienstleister vor allem Malaysia fokussieren, um Islam-konforme Produkte anzubieten. In Singapur arbeiten die Finanzdienstleister nach Aussage der Notenbank ebenfalls kräftig an der Nutzung des Geschäftspotenzials für entsprechende Produkte. Das Potenzial für internationale Finanzdienstleister wird dadurch unterstrichen, dass Standard & Poor's kürzlich die Etablierung eines BRIC-Shariah Index angekündigt hat. Die Vereinigten Arabischen Emirate setzen zudem auf einen starken Ausbau der traditionellen Handels- und Investitionsverflechtungen mit Indien.

## Brasilien – Auf dem Weg zum Investment Grade

Die Ratingagentur S&P hat kürzlich das Sovereign Rating von BB auf BB+ angehoben. Der Schritt erfolgte nur knapp eine Woche nachdem auch die Ratingagentur Fitch das Rating auf BB+ verbessert hatte. Damit wird die Diskussion über die Dauer bis zum Investment Grade neu belebt, da dies jetzt nur noch ein Schritt ist. Folglich dürfte die Untermauerung des Real durch Zuflüsse in die Aktien- und Rentenmärkte andauern. Hinzu kommen positive Konjunkturdaten, die das freundliche Umfeld für die Finanzmärkte bestätigen. Vor allem der Aufwärtstrend der Einzelhandelsumsätze stimmt zuversichtlich bezüglich der binnenwirtschaftlichen Dynamik. Abzuwarten bleibt, inwieweit die Exportindustrie durch die starke Währung belastet wird. Dies kann dämpfende Impulse von seiten der US-Konjunktur verstärken. Darüber hinaus ist eine deutliche Erhöhung der Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen festzustellen. Zusammen mit der höheren binnenwirtschaftlichen Dynamik sollte dies zu stärkeren Investitionsaktivitäten der Unternehmen führen. Im Jahresverlauf weiter sinkende Zinsen dürften zusätzlich unterstützend wirken. Insgesamt bleibt damit unser positives Brasilien-Bild intakt. Störungen scheinen gegenwärtig höchstens von außen kommen zu können. D.h. finanzmarktseitig wird in den kommenden Wochen vermutlich insbesondere der Trend an den großen internationalen Börsenplätzen bestimmend sein.

Ausschlaggebend für die nächste Ratingverbesserung ist vor allem die Entwicklung der öffentlichen Verschuldung. Trotz des Rückgangs in den letzten Jahren ist das Niveau mit rund 45% gemessen am BIP weiterhin recht hoch. Dies unterstreicht vor allem ein Vergleich mit Mexiko, dessen öffentliche Verschuldung sich auf rund 23% beläuft. Dieser Unterschied in der Verschuldung spiegelt sich zudem in der Belastung der Budgets durch den Schuldendienst wider. Gleichwohl kann eine günstige Konjunktur- und Zinsentwicklung den Weg Brasiliens zum Investment Grade erheblich verkürzen. Bereits die kürzlich vorgenommene Revision der BIP-Daten hat eine Verbesserung der Verschuldungsrelationen zur Folge. Die Verringerung des Zinsniveaus kann darüber hinaus durch die feste Währung beschleunigt werden, da dies die Importpreise dämpft. Auch der strukturelle Ausblick für Brasilien bleibt damit insgesamt positiv.

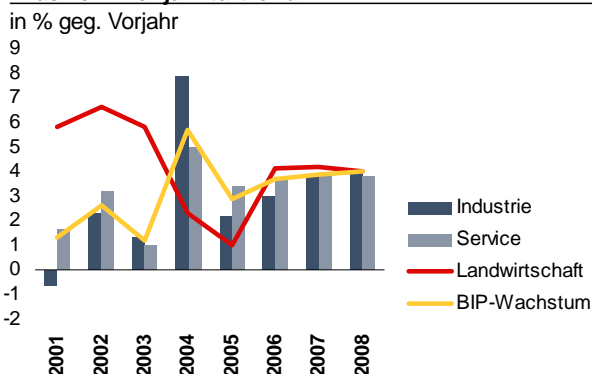
Die grundsätzlich erfolgreiche Wirtschaftspolitik von Präsident Lula da Silva spiegelt sich auch in steigenden ausländischen Direktinvestitionen wider. Belief sich der durchschnittliche monatliche Zufluss im Zeitraum April – Oktober 2006 noch auf knapp 1.4 Mrd US\$, stieg der Kapitalzufluss im Zeitraum November – März auf rund 2.3 Mrd US\$. Die bisherige Schätzung eines Kapitalzuflusses von rund 20 Mrd US\$ im Gesamtjahr 2007 dürfte daher übertroffen werden. Wenn dieses Niveau gehalten werden kann, zählt Brasilien wieder zu den am stärksten präferierten Investitionszielen internationaler Unternehmen. Dies unterstreicht die Zuversicht, dass die stabilitätsorientierte Wirtschafts- und Finanzpolitik längerfristig Bestand haben wird. Als Folge des verstärkten Engagements ausländischer Unternehmen ist auch bei den lokalen Unternehmen mit stärkeren Investitionsaktivitäten zu rechnen. Dies sollte dazu führen, dass die lange Zeit vergleichsweise recht niedrige Investitionsquote, d.h. Investitionen gemessen am BIP, deutlicher ansteigt.

Dr. Oliver Stöner-Venkatarama, Tel: 069 1301-2222  
Jan Krämer, Tel: 069 136-28998

### Wirtschaftlicher Ausblick

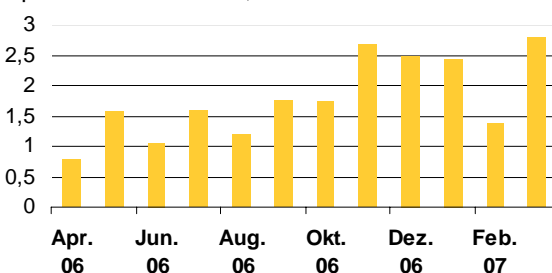
	2006	2007	2008
BIP-Wachstum	3.7	3.9	4.0
Inflation, Jahresende	3.1	3.9	4.0
Leistungsbilanz, % des BIP	1.2	1.0	0.4
Mrd US\$	13.0	11.0	3.5
Netto Direktinvest., Mrd US\$	19.0	21.0	20.0
Budgetsaldo, % des BIP	-2.9	-2.3	-2.0
Auslandsverschuldung/BIP, %	18.4	16.5	16.0
Devisenreserven/Verschuldung	45.0	76.0	75.0
BRL/USD, Jahresende	2.20	2.00	2.10
BRL/EUR, Jahresende	2.90	2.65	2.73

### Brasilien: Konjunkturtrend

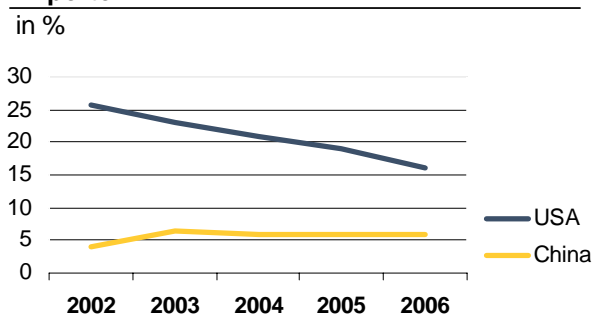


### Brasilien: Zuflüsse an ausländischen Direktinvestitionen

April 2006 - März 2007, Mrd US\$



### Brasilien: Anteile der Länder an den Exporten



Als Folge des verstärkten Engagements ausländischer Unternehmen ist auch bei den lokalen Unternehmen mit stärkeren Investitionsaktivitäten zu rechnen. Dies sollte dazu führen, dass die lange Zeit vergleichsweise recht niedrige Investitionsquote, d.h. Investitionen gemessen am BIP, deutlicher ansteigt.

**Disclaimer**

Diese Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an Personen mit Wohnsitz in Deutschland. Sie dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Diese Ausarbeitung ersetzt nicht eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung. Die in der Ausarbeitung enthaltenen Informationen wurden sorgfältig zusammengestellt. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann jedoch nicht übernommen werden. Einschätzungen und Bewertungen reflektieren die Meinung des Verfassers im Zeitpunkt der Erstellung der Ausarbeitung.

**Hinweise auf mögliche Interessenkonflikte:**

Mit der cominvest Asset Management GmbH verbundene Unternehmen können an der Gesellschaft oder den Gesellschaften, deren Wertpapiere Gegenstand der Ausarbeitung sind, mindestens ein Prozent des Grundkapitals halten. Auch Organe, Führungskräfte sowie Mitarbeiter halten möglicherweise Anteile oder Positionen an Wertpapieren oder Finanzinstrumenten, die Gegenstand von Ansichten, Einschätzungen oder Bewertungen sind. Mit der cominvest Asset Management GmbH verbundene Unternehmen haben zudem möglicherweise einem Konsortium angehört, das die Emission von Wertpapieren der Gesellschaft, die Gegenstand der Ausarbeitung sind, übernommen hat. Mit der cominvest Asset Management GmbH verbundene Unternehmen können ferner auch Bankleistungen oder Beratungsleistungen für den Emittenten von solchen Wertpapieren erbringen und betreuen möglicherweise analysierte Wertpapiere auf Grund eines mit dem jeweiligen Emittenten geschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt. Organe der mit der cominvest Asset Management GmbH verbundenen Unternehmen bzw. Mitarbeiter können zudem Aufsichtsratsfunktionen bei Emittenten wahrnehmen, deren Wertpapiere Gegenstand der Ausarbeitung sind.