

Update: Schweiz Zins- und Währungsanalyse

19. Januar 2016



© Günter Menzl - Fotolia.com

- **SNB (Schweizerische Nationalbank) bekundet weiter ihr Interesse an einem schwächeren Franken**
- **Negative Zinsen und Interventionen sollen helfen, den Franken zu schwächen**
- **Währungsschock von Schweizer Wirtschaft allmählich überwunden**
- **EUR/CHF 2016 in einem Volatilitätsband von 1,05 – 1,12 zu erwarten**
- **Schweizer Franken ist und bleibt längerfristig eine Aufwertungswährung!**

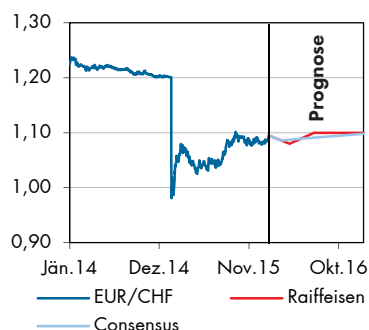
Prognoseübersicht

	2014	2015e	2016f	2017f
BIP (real, % p.a.)	1,9	0,9	1,5	1,9
VPI (% p.a.)	0,0	-1,1	-0,3	0,5
Arbeitslosenquote	3,2	3,3	3,5	3,3
Leistungsbilanzsaldo ¹	8,8	8,0	7,8	8,7
Budgetsaldo ¹	0,2	-0,2	-0,3	-0,2
Staatsverschuld. ¹	45,3	46,4	45,0	44,8
akt.³ Mär.16 Sep.16 Dez.16				
3M LIBOR	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10J Rendite	-0,22	-0,20	-0,20	-0,10
3M Spread ⁴	61	60	60	60
EUR/CHF	1,09	1,08	1,10	1,10
Zentralbankprognosen²				
BIP (real, % p.a.)		1,0	1,5	-
		(1,0)	(1,0)	-
VPI (% p.a.)		-1,1	-0,5	0,3
		(-1,2)	(-0,5)	(0,4)

¹ in % des BIP; ² Jüngste Prognosen der SNB; vorherige Prognose in Klammer; ³ Schlusskurse vom 18.01.2016, ⁴ 3M EURIBOR - 3M CHF LIBOR in Basispunkten

Quelle: Thomson Reuters, SNB, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Währungsprognosen



EUR/CHF: 5J-Hoch: 1,32; 5J-Tief: 0,98; Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Finanzanalystin, RBI Wien

Dr. Lydia Kranner

lydia.kranner@rbinternational.com

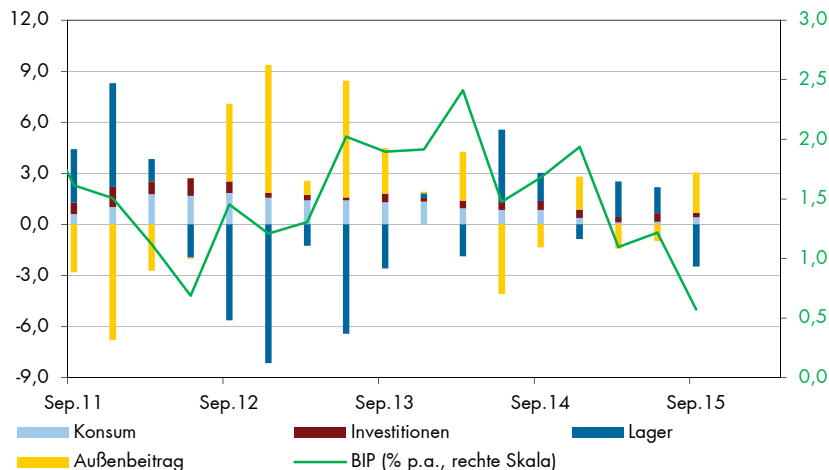
CHF Rückblick – Ausblick

Am 15. Jänner des letzten Jahres, also ziemlich genau vor einem Jahr, hat die Schweizerische Nationalbank völlig überraschend die bis dahin heftig verteidigte Obergrenze des EUR/Franken Kurses aufgegeben. Nach heftigen Turbulenzen (Kursexplosion von 41 %!, Probleme im Handel Gegenparteien zu finden) und einer für eine G5 Währung immens hohen Volatilität unmittelbar nach diesem Schritt der SNB konnte sich die Eidgenössische Währung wieder stabilisieren. Zum EUR bewegte sich der Franken in der ersten Jahreshälfte des abgelaufenen Jahres großteils bei 1,05; nur die Ukraine-Krise und auch die Unsicherheiten rund um Griechenland ließen die Währung zeitweilig wieder aufwerten. Die zweite Jahreshälfte verlief für den Franken in ruhigeren Bahnen, zwischen 1,05 und 1,10. Diese Kurse kamen auch mit Hilfe von Notenbankinterventionen zustande. Vor allem im Sommer nutzte die SNB die geringere Marktvolatilität und die bereits einsetzende Stimmungsänderung um den Franken weiter zu schwächen. Das war auch der einzige Zeitpunkt, wo Interventionen von der SNB offiziell bestätigt wurden. Sonst kann man die Interventionstätigkeit lediglich „erahnen“. Vor allem der Anstieg der bei der SNB gehaltenen Sichteinlagen der (inländischen/und ausländischen) Banken lässt auf eine häufige Interventionstätigkeit der Notenbank schließen.

Zum USD hat der Franken seit einem Jahr um ca. 14 % abgewertet; das entspricht in etwa der Aufwertung vor Aufgabe der Frankengrenze, zum EUR beträgt die Aufwertung seit Aufgabe des caps „nur mehr“ ca. 10 %. Bis Jahresende rechnen wir, dass sich der Franken bei 1,10 einpendeln sollte. Das ist eine überschaubare Bewegung, die mithilfe der SNB Rhetorik und bei Bedarf eingesetzter Devisenkäufe und Frankenverkäufe zustande kommen sollte. Eine etwaige Ausweitung der Renditedifferenzen zwischen der Schweiz und der Eurozone würde eine Frankenschwäche unterstützen. Da wir seitens der Schweiz mit keinen markanten Zins- und Renditebewegungen rechnen, müsste eine Ausweitung der für den Wechselkurs maßgeblichen Renditedifferenzen von Renditeanstiegen in der Eurozone ausgehen. Je stärker es zu einem Auseinanderdriften der Renditen kommt, umso mehr Abwertungsspielraum hat der Franken zum EUR. Dafür wäre allerdings eine Zinsnormalisierung (= Zinsanstieg) in der Eurozone Voraussetzung, die wir in den nächsten 2-3 Jahren nicht erwarten.

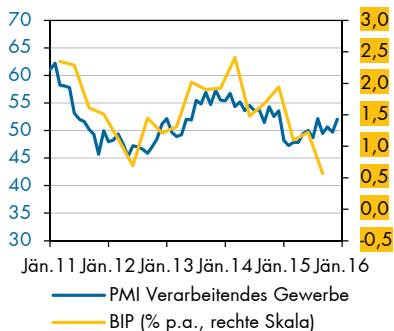
Längerfristig gilt zudem, dass der Franken eine Aufwertungswährung ist. Wechselkurse von z. Bsp. 1,30 Franken je EUR oder mehr dürften daher der Vergangenheit angehören.

BIP-Beitrag zum Vorjahreswachstum (in %-Punkten)



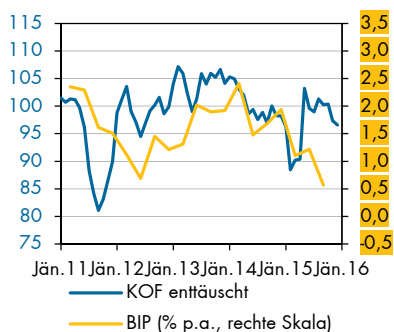
Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

PMI überrascht



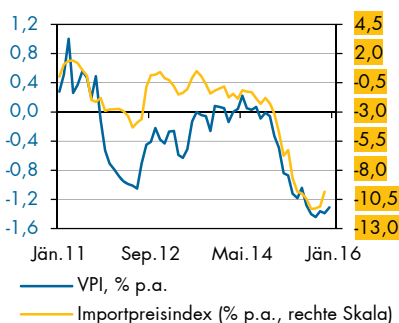
Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

KOF enttäuscht



Quelle: Thomson Reuters, Bloomberg, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Inflation und Importpreise



Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Konjunktur

Die Anpassungsphase der **Schweizer Volkswirtschaft** an die Frankenstärke ist noch nicht zu Ende. Während die Konjunktur im ersten Quartal auf Rezessionsmodus umschaltete, konnten im zweiten und dritten Quartal wieder verhalten positive Quartalswachstumsraten verzeichnet werden, im Jahresvergleich reduzierte sich das Wirtschaftswachstum allerdings auf nur mehr + 0,6 %. Die Daten für das vierte und letzte Quartal stehen noch aus, dürften aber ebenso ein leichtes Plus aufweisen können.

Die Auswirkungen der Frankenstärke zeigen sich am intensivsten in wech-

selkurs sensitiven Bereichen; dazu zählt das verarbeitende Gewerbe, welches im hohen Maße von den Exporten abhängig ist. Neben den schwierigen Wechselkursbedingungen machte sich auch eine Verlangsamung des globalen Industriezyklus aufgrund des schwunglosen Welthandels bemerkbar. Die leichte Zunahme der Exporte im dritten Quartal reflektierte vor allem eine günstige Entwicklung in den Bereichen Chemie/Pharmazie. Die inländische Nachfrage mit den treibenden Kräften des privaten Konsums belebte sich dank des steigenden Realeinkommens und der Zuwanderung weiter. Während die Ausrüstungsinvestitionen leicht zulegen, gingen die Bauinvestitionen zurück.

Die aktuellen **Stimmungsindikatoren zeichnen ein verhaltenes Bild** von der weiteren Entwicklung. Während der Einkaufsmanagerindex im Dezember mit 52,4 Punkten wieder im Expansionsterrain angekommen ist, konnte der Konjunkturbarometer des KOF Instituts das Niveau nicht halten und fiel im Dezember wieder auf 96,6 Indexpunkte zurück. Der Rückgang ist in erster Linie vom Stimmungsrückgang im Schweizer Verarbeitenden Gewerbe getrieben, was als Hinweis darauf verstanden werden kann, dass die **Auswirkungen des Frankenschocks noch nicht überwunden** sind. Weitere negative Tendenzen kommen unter anderem von Indikatoren aus dem Baugewerbe. Diese negativen Entwicklungen dürften teilweise von einer positiveren Dynamik bei der ausländischen Nachfrage ausgeglichen werden.

Im abgelaufenen Jahr 2015 dürfte sich die BIP-Wachstumsrate im Vergleich zum Vorjahr wie erwartet in etwa halbiert haben. Nach einem Wachstum von knapp 1 % gehen wir für das laufende Jahr **2016 mit einer Zunahme der Wirtschaftsleistung auf 1,5 % und 2017 von 1,9 %** aus. Die Schweizer Wirtschaft hat in der Vergangenheit immer wieder unter Beweis gestellt, gut mit Schocks umgehen zu können. Die Anpassungsprobleme der Wirtschaft sind laut Studien des KOFs allerdings nach wie vor nicht vorüber. Im Endeffekt ist auch zumindest für die erste Jahreshälfte 2016 mit einer Fortsetzung der Verlagerung von Produktionsstätten, einem Abbau von Arbeitsplätzen und einer Investitionszurückhaltung zu rechnen. Der private Konsum dürfte also auch im laufenden Jahr der Wachstumstreiber bleiben. Steigende Arbeitseinkommen und Preisrückgänge sollten den Konsum weiter befeuern können.

Inflation

Die Schweiz ist eine kleine offene Volkswirtschaft, Wechselkursveränderungen schlagen sich daher besonders auf die Preisentwicklung nieder. Die Frankenaufwertung hat die Preise importierter Waren und Dienstleistungen, die sich in der

Regel mit einer zeitlichen Verzögerung auf die Konsumentenpreise durchschlagen, deutlich reduziert. Die **Steigerungsrate der Verbraucherpreise** ist bereits seit Herbst 2014 aufgrund des rückläufigen Ölpreises negativ. Der Tiefpunkt bei den Inflationsraten dürfte in den letzten Monaten des abgelaufenen Jahres bei -1,4 % erreicht worden sein. Seit Herbst sind die Produzenten- und Importpreise wieder leicht gestiegen, die negativen Jahresraten sind somit nicht weiter abgesunken. Das **Minus bei den Inflationsraten dürfte auch im laufenden Jahr** noch anhalten und **erst 2017 in den positiven Bereich** drehen können.

SNB bleibt Interventionen treu

Die geldpolitische Lagebeurteilung der SNB vom 18. Dezember brachte keinerlei neue Erkenntnisse. Die **Schweizerische Nationalbank beließ das Zielband für den Dreimonats-Libor unverändert bei -1,25 % bis -0,25 %**. Auch der Zins auf Sichteinlagen bei der Nationalbank blieb bei -0,75 %, ebenso wie die Freibeträge, gleich.

Der Negativzins soll dazu beitragen, Frankenanlagen weniger attraktiv zu machen und den Frankenauftrieb einzudämmen. Solange die Überbewertung in diesem Ausmaß anhält, wird die SNB an den Negativzinsen festhalten. Davon gehen wir für den gesamten Prognosezeitraum aus. Zudem kann das Schweizer Zinsniveau nicht isoliert gesehen werden. Solange das internationale Zinsniveau sehr tief ist (vor allem in der Eurozone) kann die SNB nicht einfach ein höheres Zinsniveau ansetzen. Tiefere Zinsen dürften allerdings nur dann in Frage kommen, wenn die EZB noch stärker expansiv wird (was wir nicht annehmen). Das heißt, die - auch für Schweizer Verhältnisse - **unübliche Situation einer negativen Renditekurve bis zu den 10jährigen Anleihen - wird sich nur langsam normalisieren**.

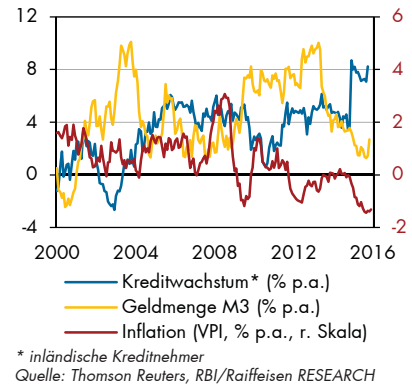
Auch hinsichtlich der Notenbankinterventionen bleibt die Rhetorik dieselbe wie schon im ganzen Jahr davor. Die Nationalbank betont auch weiterhin der Wechselkursituation und deren Einfluss auf Inflation und Wirtschaftsentwicklung Rechnung tragen zu wollen. Bei Bedarf wird sie daher am Devisenmarkt intervenieren, um die monetären Rahmenbedingungen anzupassen.

Die Inflationsprognosen nahm die SNB aufgrund des eingetrübten weltwirtschaftlichen Klimas geringfügig zurück. Hinsichtlich der Konjunkturlage bleibt die SNB verhalten positiv. Dennoch wird die Auslastung der Schweizer Wirtschaft ihren Ausführungen zufolge als unbefriedigend angesehen und auch die internationalen Risiken wurden wieder stärker betont.

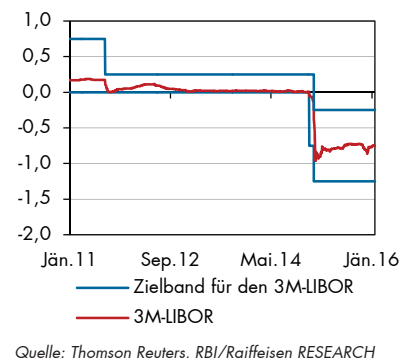
Letztlich hat die **Aufgabe der Frankenobergrenze vor einem Jahr zu keiner Entspannung bei der Notenbankbilanz** geführt. Die Sichteinlagen der Banken bei der SNB, ein Indiz für die Interventionstätigkeit der Notenbank, stiegen von knapp CHF 340 Mrd. am 16. Jänner, also unmittelbar nach Aufgabe des caps auf nunmehr 403,8 Mrd. per 15. Jänner. auf einen neuen Rekordstand (inländische Banken). Die Zahlen für inländische und ausländische Banken belaufen sich auf CHF 402 Mrd. (Jänner 2015) und 471,3 Mrd. (Jänner 2016) Die Devisenreserven betragen per November 2015 knapp CHF 562,6 Mrd. und sind somit im Vergleich zum Jänner 2015 um weitere CHF 64 Mrd. gestiegen. Die Reserven der SNB sind überwiegend in Euro und in Dollar angelegt. Ein wichtiger Faktor für die Wertveränderungen sind daher Kursbewegungen der beiden Währungen zum Franken.

Die Währungsreserven liegen derzeit bei 85% des BIP; es gibt volkswirtschaftlich keine begründbaren Limite, ab wann das Halten gefährlich wird. Die SNB hat aber damit - ähnlich wie andere Notenbanken auch - unbekanntes Terrain

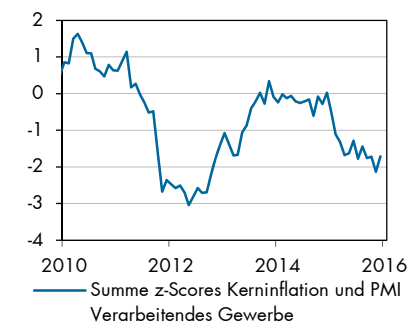
Geldmengen- und Kreditwachstum



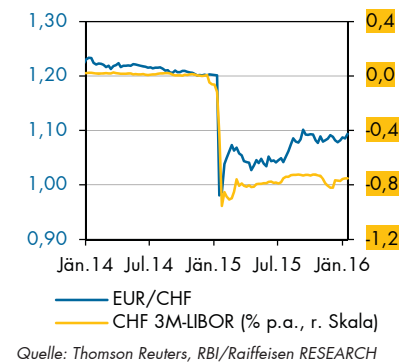
Leitzins: Zinskorridor negativ



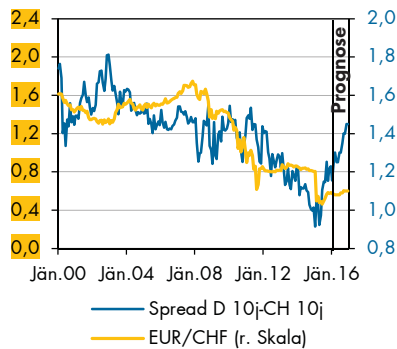
Anhaltender Deflationsdruck



Negative Zinsen gegen Aufwertung

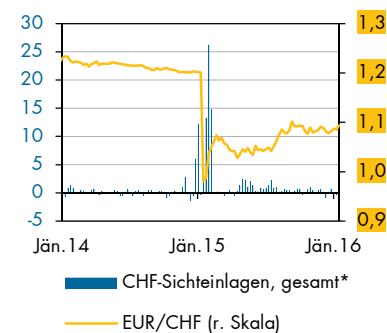


Spreadeinengung und CHF



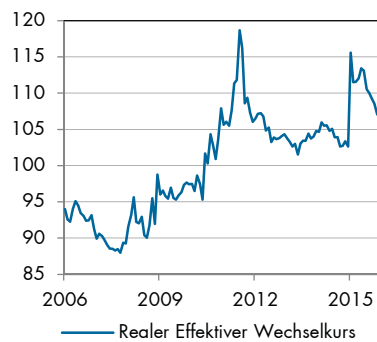
EUR/CHF: 5J-Hoch: 1,32; 5J-Tief: 0,98
Spread D 10J - CH 10 J: Hoch: 1,49; 5J-Tief: 0,19
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

Sichteinlagen: zeigen Interventionen



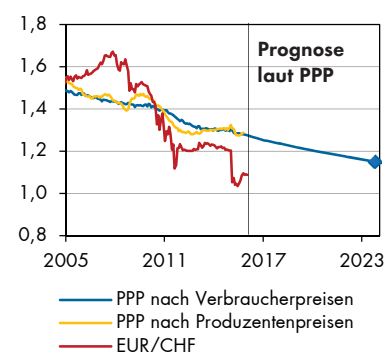
EUR/CHF: 5J-Hoch: 1,32; 5J-Tief: 0,98
* wöchentliche Veränderung, in CHF Mrd.
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

CHF: handelsgewichteter realer WK



EUR/CHF: 5J-Hoch: 1,32; 5J-Tief: 0,98
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

CHF nach PPP überbewertet



PPP: Purchasing Power Parity (Kaufkraftparität)
Quelle: Thomson Reuters, RBI/Raiffeisen RESEARCH

besprochen. Ein Rückfluss in die Volkswirtschaft hätte inflationäre Folgen, dies gilt aber nur längerfristig, ist abhängig vom Tempo und derzeit aufgrund der vorherrschenden Deflation kein Thema.

Zudem verursacht das Zinsumfeld ein weiteres Ungleichgewicht am Immobilienmarkt, welches die Notenbank mit Hilfe des antizyklischen Kapitalpuffers und Selbstregulierungsmaßnahmen der Banken versucht in den Griff zu bekommen. In den letzten Monaten entwickelte sich laut SNB das Wachstum der Hypothekenvolumen und der Immobilienpreise etwa im Einklang mit den Fundamentalfaktoren. Entsprechend sind die Ungleichgewichte auf diesen Marktsegmenten unverändert groß geblieben.

CHF: Kurz-mittelfristiger Ausblick

Zum USD hat der Franken seit einem Jahr um ca. 14 % abgewertet; das entspricht in etwa der Aufwertung vor Aufgabe der Frankengrenze, zum EUR beträgt die Aufwertung seit Aufgabe des caps „nur mehr“ ca. 10 %. Bis Jahresende rechnen wir, dass der Franken vermehrt um 1,08 Franken je EUR schwanken dürfte. Das ist eine überschaubare Bewegung, die notfalls mithilfe der SNB Rhetorik und bei Bedarf eingesetzter Devisenkäufe und Frankeverkäufen unterstützt werden sollte.

Denn trotz Aufgabe der Interventionsschranke hat es sich die SNB vorbehalten zu intervenieren, wenn sie dies für notwendig erachtet. Im Juli 2015 hat sie auch erstmals offiziell bestätigt, gegen den Frankenauftrieb im Zuge der Griechenlandkrise aktiv geworden zu sein. In den letzten Monaten dürfte sich die Notenbank mit Interventionen eher zurückgehalten haben.

In der Vergangenheit lieferten die Renditedifferenzen zwischen der Schweiz und der Eurozone und der EUR/CHF Kurs eine gute Korrelation. Je höher die Rendite der Euro-Benchmark im Vergleich zur Schweiz, desto mehr Abwertungsspielraum hat der Franken. Aufgrund des Q/E Programms der EZB sind die Renditen in den Kernländern der Eurozone praktisch weggeschmolzen, in manchen Segmenten, auch in der Schweiz, weisen Anleihen nominell negative Renditen auf. Die Renditeunterschiede im 10-jährigen Bereich sind, von kurzfristigen Gegenbewegungen abgesehen, im historischen Vergleich minimal.

Eine etwaige Ausweitung der Renditedifferenzen zwischen der Schweiz und der Eurozone würde eine Frankenschwäche unterstützen. Da wir seitens der Schweiz mit keinen markanten Zins- und Renditebewegungen rechnen, müsste eine Ausweitung der für den Wechselkurs maßgeblichen Renditedifferenzen von Renditeanstiegen in der Eurozone ausgehen. Je stärker es zu einem Auseinanderdriften der Renditen kommt, umso mehr Abwertungsspielraum hat der Franken zum EUR. Dafür wäre allerdings eine Zinsnormalisierung in der Eurozone Voraussetzung, die wir in den nächsten 2-3 Jahren nicht erwarten.

Auch wenn sich aktuell eine Entspannung abzeichnet, ist nicht garantiert, dass sich der Abwertungspfad linear fortsetzen wird. Für das Gesamtjahr 2016 erwarten wir eine Wechselkursbandbreite von 1,05-1,12.

CHF: langfristiger Ausblick

Der Schweizer Franken ist längerfristig eine Aufwertungswährung. Diese Aussage kann von mehreren Fundamentalfaktoren abgeleitet werden. Einerseits spricht die Inflationsdifferenz zwischen der Schweiz und der Eurozone dafür (die Schweiz weist generell niedrigere Teuerungsraten auf), die den fundamental gerechtfertigten EUR/CHF-Wechselkurs (Kaufkraftparität oder PPP, siehe Grafik) kontinuierlich nach unten wandern lässt (=CHF-Aufwertung). Andererseits weist die Schweiz hohe Leistungsbilanzüberschüsse auf, die in den letzten Jahren sogar im zweistelligen Bereich lagen. Länder mit derart hohen Leistungsbilanzüberschüssen sind einem permanenten Aufwertungsdruck ausgesetzt. Und letztlich weist die Schweiz Budgetüberschüsse und eine geringe Staatsverschuldung auf, ebenfalls vertrauensstärkende Faktoren, welche die Schweizer Rolle als sicherer Hafen noch unterstreichen.

Risikoszenarien

Die Wechselkursprognosen basieren auf unseren Annahmen zu den gesamtwirtschaftlichen Entwicklungen der jeweiligen Länder. Bei der EUR/CHF Prognose sind dies z. B. volkswirtschaftliche Entwicklungen im Euroraum versus der Schweiz, bzw. deren Zins- und Renditedifferenzen, welche in der Vergangenheit den Wechselkurs zu einem großen Teil erklären konnten. Treffen die Annahmen über die Rahmenbedingungen nicht ein, oder kommt es zu schockartigen Ereignissen, die per se nicht prognostizierbar sind, kann der tatsächliche Verlauf der Wechselkursentwicklung von den Prognosen massiv abweichen.

Zusätzlich muss in einem Wechselkursumfeld, indem die Notenbank den Wechselkurs über Interventionen beeinflusst, dieser „notenbankpolitische“ Aspekt bei der Prognose berücksichtigt werden. Dass die Botschaft der Notenbank mit dem tatsächlichen Handeln nicht übereinstimmen muss, hat uns die SNB im Jänner eindrucksvoll mit der Aufgabe des caps vor Augen geführt. Überlasse die SNB den Wechselkurs ganz dem freien Spiel der Marktkräfte, würde der Franken im Vergleich zum EUR im derzeitigen Umfeld wahrscheinlich weiter aufwerten.

Risikohinweise und Aufklärungen

Bitte beachten Sie, dass sich die Analysen und Empfehlungen nur auf Finanzinstrumente beziehen, die nicht von Sanktionen gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 in der geltenden Fassung betroffen sind. Das sind Finanzinstrumente, die vor dem 1. August 2014 begeben wurden.

Wir machen Sie darauf aufmerksam, dass der Erwerb von Finanzinstrumenten mit einer Laufzeit von über 30 Tagen, die nach dem 31. Juli 2014 begeben wurden, gemäß EU-Verordnung Nr. 833/2014 in der geltenden Fassung verboten ist. Zu solchen verbotenen Finanzinstrumenten wird nicht Stellung genommen.

Warnhinweise

- Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung beziehen sich auf die Vergangenheit. Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung. Dies gilt insbesondere, falls das Finanzinstrument, der Finanzindex oder die Wertpapierdienstleistung seit weniger als 12 Monaten angeboten werden. Insbesondere ist dann dieser besonders kurze Vergleichszeitraum kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.
- Die Wertentwicklung eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung wird durch Provisionen, Gebühren und andere Entgelte reduziert, die von den individuellen Umständen des Investors abhängen.
- Infolge von Währungsschwankungen kann das Veranlagungsergebnis eines Finanzinstruments, einer Finanz oder Wertpapierdienstleistung steigen oder fallen.
- Prognosen zu zukünftigen Entwicklungen beruhen auf reinen Schätzungen und Annahmen. Die tatsächliche zukünftige Entwicklung kann von der Prognose abweichen. Prognosen sind daher kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse und Entwicklungen eines Finanzinstruments, eines Finanzindex oder einer Wertpapierdienstleistung.

Die von den in der Publikation angeführten von Analysten aus Tochterbanken oder der Raiffeisen Centrobank (RCB) erstellten Informationen/Empfehlungen werden in dieser Publikation unter der Verantwortung von Raiffeisen Bank International AG unverändert weitergegeben.

Eine Darstellung der Konzepte und Methoden, die bei der Erstellung von Finanzanalysen angewendet werden, ist verfügbar unter: www.raiffeisenresearch.com/concept_and_methods

Detaillierte Informationen zur Sensitivitätsanalyse (Verfahren zur Prüfung der Stabilität der in Zusammenhang mit Finanzanalysen unter Umständen getätigten Annahmen) sind unter folgendem Link zu finden: www.raiffeisenresearch.com/sensitivity_analysis

Verteilungen aller Empfehlungen für das dem Erstellungsdatum der Publikation vorhergehende Kalenderquartal und die Verteilung der Empfehlungen, in deren Zusammenhang in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen gem. § 48f (6) Z 6 BörseG erbracht wurden, sind verfügbar unter: www.raiffeisenresearch.com/distribution_of_recommendation

Offenlegung von Umständen und Interessen, die die Objektivität der RBI gefährden könnten (gem. § 48f (5) und (6) BörseG): www.raiffeisenresearch.com/disclosuresobjectivity

Disclaimer Finanzanalyse

Für die Erstellung dieser Publikation verantwortlich: Raiffeisen Bank International AG (abgekürzt bezeichnet als „RBI“)

RBI ist ein Kreditinstitut gemäß § 1 Bankwesengesetz (BWG) mit dem Firmensitz Am Stadtpark 9, 1030 Wien, Österreich.

Raiffeisen RESEARCH ist eine Organisationseinheit der RBI.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht FMA, Otto-Wagner-Platz 5, A-1090 Wien und Österreichische Nationalbank, Josefsplatz 1, 1015 Wien. Darüber hinaus unterliegt die Raiffeisen Bank International AG der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates - SSM-Verordnung). Verweise auf gesetzliche Normen beziehen sich auf solche der Republik Österreich, soweit nicht ausdrücklich anders angeführt.

Dieses Dokument dient zu Informationszwecken und darf nicht ohne Zustimmung der RBI vervielfältigt oder an andere Personen weiterverteilt werden. Dieses Dokument ist weder ein Angebot noch eine Einladung zur Angebotsstellung, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsegesetzes oder eines vergleichbaren ausländischen Gesetzes. Eine Anlageentscheidung hinsichtlich eines Wertpapiers, Finanzproduktes oder einer Veranlagung hat auf der Grundlage eines genehmigten und veröffentlichten Prospektes oder der vollständigen Dokumentation des entsprechenden Wertpapiers, Finanzproduktes oder der Veranlagung zu erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments.

Dieses Dokument ist keine persönliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes. Weder dieses Dokument noch seine Bestandteile bilden die Grundlage irgendeines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers, einer Veranlagung oder eines sonstigen Finanzproduktes dar. Eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, einer Veranlagung oder von Finanzprodukten kann bei Ihrem Bankberater eingeholt werden.

Diese Analyse basiert auf grundsätzlich allgemein zugänglichen Informationen und nicht auf vertraulichen Informationen, die dem unmittelbaren Verfasser der Analyse ausschließlich aufgrund der Kundenbeziehung zu einer Person zugegangen sind.

Die RBI erachtet - außer anderwärtig in dieser Publikation ausdrücklich offengelegt - sämtliche Informationen als zuverlässig, macht jedoch keine Zusicherungen betreffend deren Genauigkeit und Vollständigkeit.

In Schwellenmärkten kann ein erhöhtes Abrechnungs- und Depotstellenrisiko bestehen, verglichen mit Märkten mit einer etablierten Infrastruktur. Die Liquidität von Aktien/Finanzinstrumenten ist von der Anzahl der Market Maker beeinflussbar. Beide Umstände können zu einem erhöhten Risiko hinsichtlich der Sicherheit einer aufgrund der in diesem Dokument enthaltenen Informationen getätigten Investition führen.

Die Information dieser Publikation entspricht dem Stand zum Erstellungsdatum. Sie kann aufgrund künftiger Entwicklungen überholt sein, ohne dass die Publikation geändert wurde.

Sofern nicht ausdrücklich anders offengelegt (www.raiffeisenresearch.com/special_compensation) werden die von der Raiffeisen Bank International AG beschäftigten Analysten nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Die Vergütung des Autors bzw. der Autoren dieses Berichtes basiert (unter anderem) auf der Gesamtrentabilität der RBI, die sich unter anderem aus den Einnahmen aus dem Investmentbanking und sonstigen Geschäften der RBI ergibt. Im Allgemeinen verbietet die RBI ihren Analysten und den Analysten Bericht erstattenden Personen den Erwerb von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten jeglicher Unternehmen, die vom Analysten abgedeckt werden, sofern der Erwerb nicht von der Compliance-Abteilung der RBI vorab genehmigt wurde.

Die RBI hat folgende organisatorische oder verwaltungstechnische Vereinbarungen – einschließlich Informationsschranken – zur Verhinderung oder Vermeidung von Interessenskonflikten in Zusammenhang mit Empfehlungen getroffen: Die RBI hat grundsätzlich verbindliche Vertraulichkeitsbereiche definiert. Vertraulichkeitsbereiche sind typischerweise solche Einheiten von Kreditinstituten, die von anderen Einheiten durch organisatorische Maßnahmen hinsichtlich des Informationsaustausches abzugrenzen sind, weil dort ständig oder vorübergehend compliance-relevante Informationen anfallen können. Compliance-relevante Informationen dürfen einen Vertraulichkeitsbereich grundsätzlich nicht verlassen und sind im internen Geschäftsverkehr auch gegenüber anderen Einheiten streng vertraulich zu behandeln. Dies gilt nicht für die im üblichen Geschäftsablauf betriebsnotwendige Weitergabe von Informationen. Diese Weitergabe beschränkt sich jedoch auf das unbedingt Erforderliche (Need-to-know-Prinzip). Werden compliance-relevante Informationen zwischen zwei Vertraulichkeitsbereichen ausgetauscht, darf dies nur unter Einschaltung des Compliance Officers erfolgen.

SONDERREGELN FÜR DAS VEREINIGTE KÖNIGREICH GROSSBRITANNIEN UND NORDIRLAND (UK): Dieses Dokument stellt weder ein öffentliches Angebot im Sinne des Kapitalmarktgesetzes („KMG“) dar, noch ein Prospekt im Sinne des KMG oder des Börsengesetzes. Ferner beabsichtigt dieses Dokument nicht die Empfehlung des Kaufs oder Verkaufs von Wertpapieren oder anderen Anlageformen im Sinne des Wertpapieraufsichtsgesetzes. Dieses Dokument stellt keinen Ersatz für die erforderliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen dar. Für jegliche Beratung in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder Anlagen können Sie sich gerne an Ihre RAIFFEISENBANK wenden. Sonderregelungen für das Vereinigte Königreich Großbritannien und Nordirland (UK): Diese Publikation wurde von der Raiffeisen Bank International AG (RBI) zur Förderung Ihres Anlagengeschäftes genehmigt oder herausgegeben. Die RBI London Branch wurde von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) ermächtigt und wird in eingeschränktem Maße von der Financial Conduct Authority („FCA“) reguliert. Details zum Ausmaß der Regulierung der Zweigniederlassung in London durch die Financial Conduct Authority sind auf Anfrage erhältlich. Diese Veröffentlichung ist nicht für Investoren gedacht, die im Sinne der FCA-Regeln Endkunden sind, und sollte daher nicht an sie verteilt werden. Weder die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und die darin geäußerten Meinungen stellen ein Angebot oder eine Aufforderung zu einem Angebot zum Kauf (oder Verkauf) von Anlagen dar und sind nicht derart auszulegen. Die RBI könnte in eigener Sache eine Transaktion im Sinne der FCA-Regeln in jede hierin erwähnte oder damit verbundene Anlage getätigt haben und als Folge/oder eine Platzierung in oder einen Anteil an besagter Anlage halten. Die RBI könnte als Manager oder Co-Manager eines öffentlichen Angebots jedes in diesem Bericht erwähnten oder damit verbundenen Wertpapiers handeln oder gehandelt haben.

SPEZIFISCHE BESCHRÄNKUNGEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA: Dieses Dokument darf weder in die Vereinigten Staaten von Amerika oder nach Kanada oder in ihre jeweiligen Hoheitsgebiete oder Besitzungen übertragen oder darin verteilt werden, noch darf es an irgendeine US-amerikanische Person oder irgendeine Person mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, es sei denn, die Übermittlung erfolgt direkt durch die RB International Markets (USA) LLC, einen in den USA registrierten Broker-Dealer („RBIM“), und vorbehaltlich der nachstehenden Bedingungen.

SPEZIFISCHE INFORMATIONEN FÜR DIE VEREINIGTEN STAATEN VON AMERIKA UND KANADA: Dieses Research-Dokument ist ausschließlich für institutionelle Investoren bestimmt und unterliegt nicht allen Unabhängigkeits- und Offenlegungsstandards, die für die Erstellung von Research-Unterlagen für Kleinanleger/Privatanleger anwendbar sind. Dieser Bericht wurde Ihnen durch die RB International Markets (USA) LLC, einen in den US registrierten Broker-Dealer („RBIM“) übermittelt, wurde jedoch von unserem nicht-US-amerikanischen Verbundunternehmen Raiffeisen Bank International AG (RBI) erstellt. Jeder Auftrag zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, die Gegenstand dieses Berichtes sind, müssen bei der RBIM platziert werden. Die RBIM ist unter folgender Adresse erreichbar: 1133 Avenue of the Americas, 16th Floor, New York, NY 10036, 212-600-2588. Dieses Dokument wurde außerhalb der Vereinigten Staaten von einem oder mehreren Analysten erstellt, für die möglicherweise nicht Vorschriften hinsichtlich der Erstellung von Berichten und der Unabhängigkeit von Forschungsanalysten galten, die mit jenen vergleichbar sind, die in den Vereinigten Staaten in Kraft sind. Der/die Analyst/en, der/die dieses Dokument erstellte/n (i) sind nicht bei der Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) in den Vereinigten Staaten als Research-Analysten registriert oder qualifiziert und (ii) dürfen keine assoziierten Personen der RBIM sein und unterliegen daher nicht den Vorschriften der FINRA, inklusive der Vorschriften bezüglich des Verhaltens oder der Unabhängigkeit von Research-Analysten.

Die in diesem Bericht enthaltenen Meinungen, Schätzungen und Prognosen sind nur zum Datum dieses Berichtes jene der RBI und können ohne Vorankündigung geändert werden. Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen wurden von der RBI von als zuverlässig erachteten Quellen zusammengestellt, doch die RBI, ihre verbundenen Unternehmen oder irgendeine andere Person geben keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Zusicherung oder Gewährleistung bezüglich der Genauigkeit, Vollständigkeit und Richtigkeit des Berichtes. Jene Wertpapiere, die nicht in den Vereinigten Staaten registriert sind, dürfen weder innerhalb der Vereinigten Staaten noch an eine US-amerikanische Person direkt oder indirekt angeboten oder verkauft werden (im Sinne der Regulation S des Securities Act of 1933 (das „Wertpapiergesetz“), es sei denn, es liegt eine Ausnahme gemäß des Wertpapiergesetzes vor. Dieser Bericht stellt weder ein Angebot zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers im Sinne von Abschnitt 5 des Wertpapiergesetzes dar, noch bildet dieser Bericht oder irgendeine hierin enthaltene Information die Grundlage eines Vertrages oder einer Verpflichtung irgendeiner Art welcher in diesem Zusammenhang als zuverlässig erachtet werden kann. Dieser Bericht stellt lediglich allgemeine Informationen zur Verfügung. In Kanada darf er nur an Personen mit Wohnsitz in Kanada verteilt werden, die aufgrund ihrer Befreiung von der Prospektspflicht gemäß den im jeweiligen Territorium bzw. der jeweiligen Provinz geltenden wertpapierrechtlichen Bestimmungen berechtigt sind, Abschlüsse in Zusammenhang mit den hierin beschriebenen Wertpapieren zu tätigen.

HINWEIS FÜR DAS FÜRSTENTUM LIECHTENSTEIN: Die RICHTLINIE 2003/125/EG DER KOMMISSION vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten wurde im Fürstentum Liechtenstein durch die Finanzanalyse-Marktmisbrauchs-Verordnung in nationales Recht umgesetzt.

Sollte sich eine Bestimmung dieses Disclaimers unter dem jeweils anwendbaren Recht als rechtswidrig, unwirksam oder nicht durchsetzbar herausstellen, ist die betreffende Bestimmung, soweit sie von den übrigen Bestimmungen trennbar ist, so zu behandeln, als wäre sie nicht Bestandteil dieses Disclaimers; in keinem Fall berührt sie die Rechtmäßigkeit, Wirksamkeit oder Durchsetzbarkeit der übrigen Bestimmungen.

Impressum

Informationen gemäß § 5 E-Commerce Gesetz

Raiffeisen Bank International AG

Firmensitz: Am Stadtpark 9, 1030 Wien

Postanschrift: 1010 Wien; Postfach 50

Telefon: +43-1-71707-0 Fax: + 43-1-71707- 1848

Firmenbuchnummer: FN 122119m beim Handelsgericht Wien

Umsatzsteuer-Identifikationsnummer: UID ATU 57531200

Österreichisches Datenverarbeitungsregister: Datenverarbeitungsregisternummer (DVR): 4002771

S.W.I.F.T.-Code: RZBA AT WW

Aufsichtsbehörden: Als Kreditinstitut gemäß § 1 BWG unterliegt die Raiffeisen Bank International AG der behördlichen Aufsicht durch die Finanzmarktaufsicht und der Österreichischen Nationalbank und den gesetzlichen Vorschriften in Österreich, insbesondere dem österreichischen Bankwesengesetz und dem Wertpapieraufsichtsgesetz in der jeweils geltenden Fassung.

Darüber hinaus unterliegt die Raiffeisen Bank International AG der behördlichen Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), die diese innerhalb eines Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism – SSM) wahrnimmt, der aus der EZB und den nationalen zuständigen Behörden besteht (Verordnung (EU) Nr. 1024/2013 des Rates - SSM-Verordnung).

Mitgliedschaft: Die Raiffeisen Bank International AG ist Mitglied der Wirtschaftskammer Österreich, Bundessparte Bank und Versicherung, Fachverband der Raiffeisenbanken

Angaben nach dem österreichischen Mediengesetz

Herausgeber und Redaktion dieser Publikation

Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Medieninhaber dieser Publikation

Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen

Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Vorstand von Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen: Mag. Peter Brezinschek (Obmann), Mag. Helge Rechberger (Obmann-Stv.)

Raiffeisen RESEARCH – Verein zur Verbreitung von volkswirtschaftlichen Analysen und Finanzmarktanalysen ist als behördlich registrierter Verein konstituiert. Zweck und Tätigkeit des Vereins ist unter anderem die Verbreitung von Analysen, Daten, Prognosen und Berichten und ähnlichen Publikationen bezogen auf die österreichische und internationale Volkswirtschaft und den Finanzmarkt.

Grundlegende inhaltliche Richtung dieser Publikation

- Analyse zu Volkswirtschaft, Zinsen und Währungen, Staatsanleihen und Unternehmensanleihen, Aktien sowie Rohstoffen mit den regionalen Schwerpunkten Eurozone sowie Zentral- und Osteuropa unter Berücksichtigung der globalen Märkte.
- Die Analyse erfolgt unter Einsatz der unterschiedlichen Analyse-Ansätze: Fundamentaler Analyse, quantitativer Analyse und/oder technischer Analyse.

Hersteller dieser Publikation

Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien

Editor: Valentin Hofstätter, CFA, RBI Wien

Ansprechpartner

Global Head of Research:

Peter Brezinschek (DW 1517)

Research Sales:

Werner Weingraber (DW 5975)

Top-Down CEE Banking Sector:

Gunter Deuber (DW 5707), Elena Romanova (DW 1378)

Volkswirtschaft, Zinsen, Währungen:

Valentin Hofstätter (Leitung, DW 1685), Jörg Angelé (DW 1687), Gunter Deuber (DW 5707), Wolfgang Ernst (DW 1500), Stephan Imre (DW 6757), Lydia Kranner (DW 1609), Patrick Krizan (DW 5644), Matthias Reith (DW 6741), Andreas Schwabe (DW 1389), Gintaras Shlizhyus (DW 1343), Gottfried Steindl (DW 1523), Martin Stelzeneder (DW 1614)

Credit/Corporate Bonds:

Christoph Klaper (Leitung, DW 1652), Michael Ballauf (DW 2904), Jörg Bayer (DW 1909), Martin Kutny (DW 2013), Peter Onofrej (DW 2049), Jürgen Walter (DW 5932)

Aktienmarktanalyse:

Helge Rechberger (Leitung, DW 1533), Aaron Alber (DW 1513), Connie Gaisbauer (DW 2178), Christian Hinterwallner (DW 1633), Jörn Lange (DW 5934), Hannes Loacker (DW 1885), Johannes Mattner (DW 1463), Christine Nowak (DW 1625), Leopold Salcher (DW 2176), Andreas Schiller (DW 1358), Christoph Vahs (DW 5889)

Quant Research/Emerging Markets:

Veronika Lammer (Leitung, DW 3741), Florian Acker (DW 2108), Björn Chyba (DW 8161), Judith Galter (DW 1320), Thomas Keil (DW 8886), Nina Neubauer-Kukić (DW 1635), Andreas Mannsparth (DW 8133), Stefan Theußl (DW 1593)

Technische Analyse

Stefan Memmer (DW 1421), Robert Schittler (DW 1537)

Publikationen, Layout

Birgit Bachhofner (DW 3518), Kathrin Korinek (DW 1518)